

# O nexu lucro-investimento: Keynes ou Marx?

Por Michael Roberts

Artigo para o Historical Materialism Nova York, abril de 2017

## SOBRE O QUE É ESTE ARTIGO

Este artigo parte da premissa de que o investimento (especialmente o investimento empresarial) é o principal motor do crescimento econômico e o principal fator de mudança no ciclo de negócios capitalista de expansão e recessão.

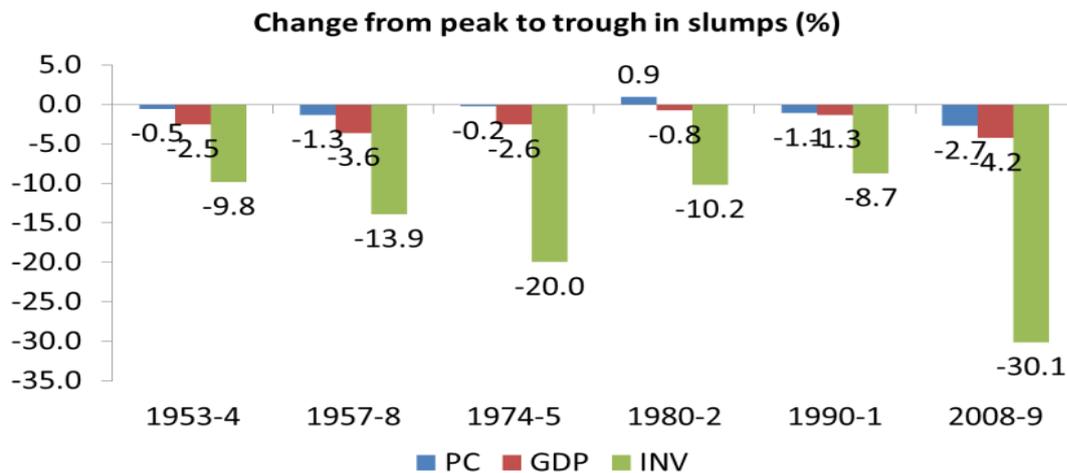
Na seção 1, sobre teoria, o artigo analisa as macroidentidades keynesianas que sugerem que o investimento impulsiona o PIB, o emprego e os lucros por meio do mecanismo de demanda efetiva, o que pode ser usado para mostrar isso. Mas a teoria marxista diz que é o lucro que dá o tom, não o investimento. O lucro é parte do valor excedente, ou do trabalho não pago na produção. É o resultado da exploração do trabalho — algo ignorado ou negado pela teoria keynesiana, onde o lucro é o resultado do "capital" como um fator de produção. Este artigo mostra que as macroidentidades keynesianas estão, portanto, de trás para frente: o investimento não "causa" lucro; o lucro "causa" o investimento.

Na seção 2, evidências empíricas esmagadoras são apresentadas para mostrar que os lucros impulsionam ou lideram o investimento no ciclo de negócios, como o modelo marxista sugeriria. Há pouca evidência de que o investimento impulsiona os lucros como o modelo keynesiano sugeriria.

Na seção 3, o artigo considera as prescrições de política econômica que fluem das seções 1 e 2. Ele argumenta que há pouca evidência de que os gastos do governo ou déficits orçamentários (empréstimos líquidos) restauram o crescimento econômico ou acabam com as crises. Elas terminam somente quando a lucratividade do capital empresarial é revivida. O multiplicador keynesiano é menos convincente do que o multiplicador marxista.

Em seu livro de 1978: "Factors in Business Investment", publicado pelo NBER, Bob Eisner resumiu muito de seu trabalho sobre investimento. O parágrafo de abertura da introdução do livro captura bem por que o investimento está fadado a ser um tópico perene em economia: "Poucos economistas ou analistas de negócios precisam ser lembrados da importância do investimento. Primeiro, o investimento contribui para a produção futura; o investimento líquido para o crescimento econômico. Segundo, ele contribui para a demanda atual e o emprego atual. Compreensivelmente, há muito sentimento para encorajar o investimento, ou pelo menos para remover influências desencorajadoras, para permitir que essas contribuições sejam ótimas."

Se analisarmos as mudanças no investimento e no consumo antes de cada recessão ou crise na economia dos EUA no pós-guerra, descobriremos que a demanda de consumo desempenhou pouco ou nenhum papel de liderança na provocação de uma crise (Figura 1).

**Figura 1. Variação percentual no consumo pessoal real (CP), investimento e PIB dos EUA**

Fonte: BEA NIPA, cálculos do autor

Nas seis recessões na Figura 1, o consumo pessoal caiu menos que o PIB ou o investimento em todas as ocasiões e não caiu em 1980-2. O investimento caiu de 8 a 30% em todas as ocasiões.

Como disse o BIS: "O investimento empresarial não é apenas um determinante-chave do crescimento de longo prazo, mas também um componente altamente cíclico da demanda agregada. É, portanto, um grande contribuidor para as flutuações do ciclo de negócios. Isso tem sido evidenciado na última década. O colapso do investimento em 2008 foi responsável por grande parte da contração da demanda agregada que levou muitas economias avançadas a vivenciar sua pior recessão em décadas. Em todas as economias avançadas, as empresas privadas não o investimento residencial caiu entre 10-25%".<sup>2</sup>

## 1/ A TEORIA

Se o investimento é o motor do crescimento ou o "fator de oscilação" na recessão, a questão é o que faz o investimento subir e cair? A teoria keynesiana não ignora o investimento como um fator-chave no movimento da atividade econômica. Ela considera a questão usando macroidentidades.

Vamos considerar essas identidades. Começamos com:

Renda nacional = despesa nacional.

O rendimento nacional pode então ser decomposto em

Lucro + Salários;

e a despesa nacional pode ser dividida em

Investimento + Consumo.

Então Lucro + Salários = Investimento + Consumo.

Agora, se assumirmos que os salários são todos gastos em consumo e não poupados, então

Lucros = Investimento.

Mas aqui está o problema. Essa identidade não nos diz a direção causal que pode nos ajudar a desenvolver uma teoria do que move as economias e/ou uma teoria das crises.

Para os keynesianos, a direção causal é que o investimento cria lucro. Para os keynesianos ortodoxos, as crises ocorrem por causa de um colapso na demanda agregada ou "efetiva" na economia (como expresso em uma queda de investimento e consumo). Essa queda no investimento leva a uma queda no emprego e, portanto, a menos renda. A demanda efetiva é a variável independente e as rendas e o emprego são as variáveis dependentes. Não há menção de lucro ou lucratividade neste esquema causal.

No entanto, Keynes entendeu o papel central do lucro no sistema capitalista. "O desemprego, devo repetir, existe porque os empregadores foram privados de lucro. A perda de lucro pode ser devido a todos os tipos de causas. Mas, além de ir para o comunismo, não há meios possíveis de curar o desemprego, exceto restaurando aos empregadores uma margem de lucro adequada."<sup>3</sup>

Mas o investimento cria lucros e não o contrário. *Obviamente, nada pode restaurar o emprego sem primeiro restaurar os lucros empresariais. No entanto, nada, no meu julgamento, pode restaurar os lucros empresariais sem primeiro restaurar o volume de investimento.*<sup>4</sup> Para usar a frase concisa de Hyman Minsky, seguidor devoto de Keynes, "é o investimento que dá o tom".<sup>5</sup>

Voltemos à equação de lucro macro delineada acima, mas agora conforme desenvolvida por Michel Kalecki, um economista polonês e sintetizador de Marx e Keynes. Sua equação é simplesmente isso:

Lucros = Investimento; ou mais importante, lucros dependem sobre investimento.

Como um artigo recente de James Montier resumidamente: *"Isto é, claro, uma identidade – um truísmo por construção. No entanto, pode ser interpretado com alguma causalidade imposta. Afinal, os lucros são um resíduo: eles são um lembrete depois que os fatores de produção foram pagos.*" Montier continua: *"O investimento gera lucros porque quando uma empresa ou uma família decide investir em algum ativo real, ela está efetivamente comprando um bem de outra empresa, criando lucros para essa entidade.*" Portanto, parece que os lucros são um "resíduo" e vêm dos consumidores que compram coisas ou serviços, e não da mais-valia criada no processo de trabalho, como Marx argumentou.

Este argumento é explicado de forma ainda mais explícita por David Levy, Martin Farnham e Samira Ryan no Jerome Levy Forecasting Center<sup>7</sup>. Os autores afirmam que a equação dos lucros identifica o *"fontes de lucros = investimento, poupança não empresarial (famílias), dividendos e impostos sobre lucros."*

Isso sugere que impostos sobre lucros e dividendos são uma "fonte" de lucro, em vez de parte do lucro. Mas deixemos isso de lado por enquanto. Se tirarmos impostos e dividendos e assumirmos que os trabalhadores não poupam e nós estamos de volta à "fonte" do lucro como investimento. *"Afinal, os lucros são um resíduo; eles são o restante depois que os fatores de produção foram pagos. Assim, pode-se argumentar confortavelmente que o lado esquerdo da equação é determinado pelo lado direito."*

Tapia ressalta que *"para toda a escola keynesiana, o investimento é a variável-chave que explica a dinâmica macroeconômica e lidera o ciclo."*<sup>8</sup> Mas se o investimento é a variável independente, segundo Keynes, o que causa uma queda no investimento? Para Keynes, é a perda de "espíritos animais" entre

empreendedores, ou uma "falta de confiança" no emprego de fundos para investimento. Como Minsky diz, o investimento depende de *"a natureza subjetiva das expectativas sobre o curso futuro do investimento, bem como a determinação subjetiva dos banqueiros e seus clientes empresariais estrutura de passivos adequada para o financiamento de posições em diferentes tipos de ativos de capital"*.<sup>9</sup>

Tapia mostra, para os keynesianos, que o investimento depende da psicologia dos investidores, que muda sem razão aparente para uma perda de fé nos lucros esperados. Sim, os lucros aparecem na análise de Keynes-Kalecki, mas *"em Kalecki, a determinação é do investimento para os lucros e na relação há pouco espaço, se houver, para causalidade reversa."*

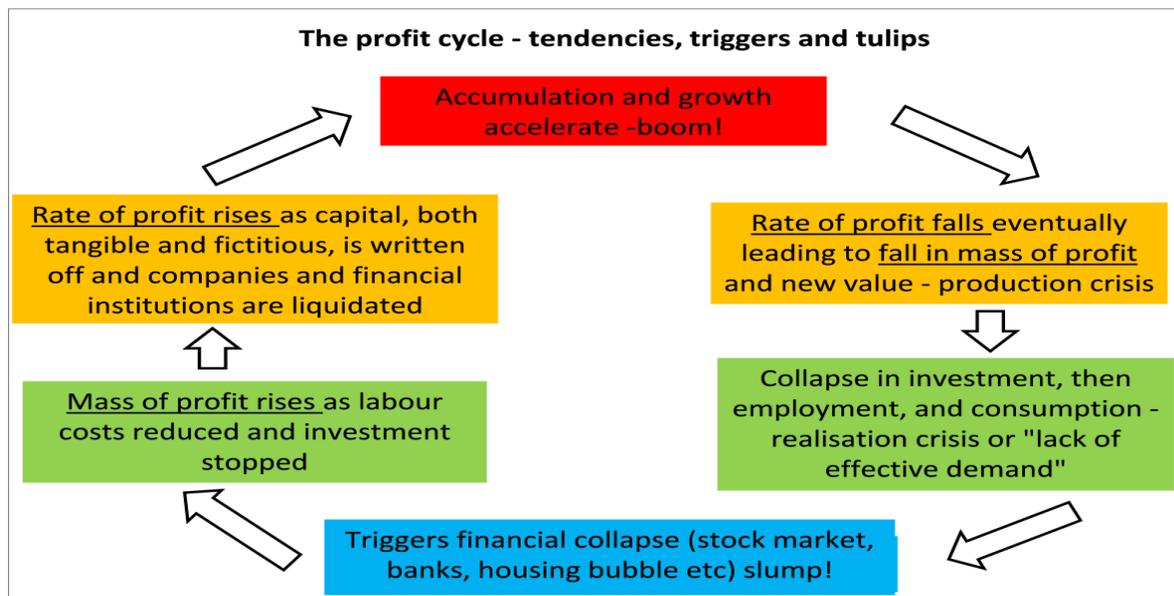
Para Keynes/Kalecki, o lucro é o produto marginal do "capital", um "fator de produção". Não há "exploração" da força de trabalho envolvida. A teoria de crise de Keynes assume a queda da "produtividade marginal" devido à "abundância de capital" e, portanto, o investimento depende da eficiência marginal do capital e dos "espíritos animais". *"Vimos acima"*; Keynes escreveu: *"que a eficiência marginal do capital depende, não apenas da abundância ou escassez existente de bens de capital e do custo atual de produção de bens de capital, mas também das expectativas atuais quanto ao rendimento futuro dos bens de capital. No caso de ativos duráveis, é, portanto, natural e razoável que as expectativas do futuro desempenhem um papel dominante na determinação da escala em que novos investimentos são considerados aconselháveis. Mas, como vimos, a base para tais expectativas é muito precária. Sendo baseadas em evidências mutáveis e não confiáveis, elas estão sujeitas a mudanças repentinas e violentas."*<sup>10</sup>

Como diz Paul Mattick, *"O que devemos fazer com uma teoria econômica, que afinal afirmava explicar alguns dos problemas fundamentais do capitalismo do século XX, que poderia declarar: 'Ao estimar as perspectivas de investimento, devemos levar em consideração, portanto, os nervos e a histeria e até mesmo as digestões e reações ao clima daqueles de cuja atividade espontânea ele depende em grande parte?'"*<sup>11</sup>

E se virarmos a direção causal para o outro lado: o caminho marxista. A teoria do valor de Marx nos diz que todo valor é criado pelo trabalho e o lucro é um produto da exploração da força de trabalho e sua apropriação pelo capital. Então temos uma teoria do lucro e investimento baseada em uma análise causal objetiva em uma forma específica de sociedade de classes. E agora, o investimento em uma economia depende sobre lucros.

Com Marx, o lucro é o resultado da exploração do trabalho (poder) e, portanto, é logicamente anterior ao investimento. Mas também é temporalmente anterior. Se adotarmos uma teoria de que os lucros causam ou lideram o investimento, que "os lucros dão o tom", não o investimento, então podemos construir um ciclo razoavelmente plausível de lucro, investimento e atividade econômica.

Figura 2. O ciclo de lucro



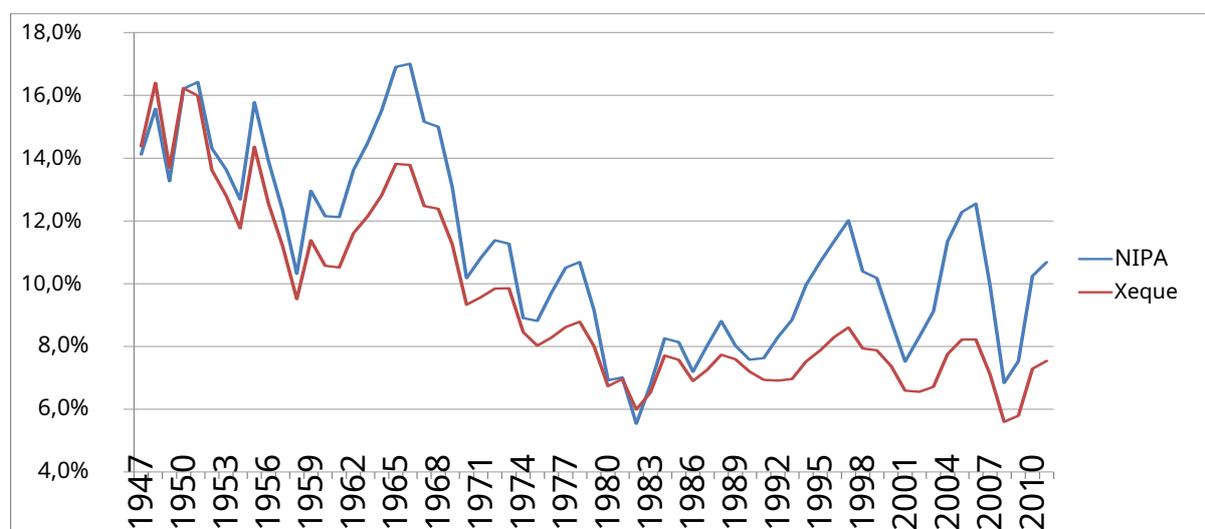
Na Figura 2, começamos no momento do boom econômico. A lucratividade começa a cair, eventualmente levando a uma desaceleração no crescimento da massa de lucros, até mesmo ao ponto de contração. É isso que provoca um colapso no investimento. Somente depois disso o consumo e o emprego caem – a condição de falta de demanda efetiva é alcançada. Isso é desencadeado por ou desencadeia um colapso nos ativos financeiros. Com a desvalorização do capital (o valor dos meios de produção e da força de trabalho), a lucratividade é restaurada para os capitais que ainda sobrevivem e a massa de lucros aumenta, revivendo o investimento, a produção e o emprego.

## 2. A EVIDÊNCIA:

Podemos oferecer evidências empíricas em apoio ao nexos lucro-investimento marxista? Certamente podemos.

Primeiro, fica claro pelas evidências que houve uma queda secular na taxa de lucro nas principais economias capitalistas e isso não foi causado por uma “abundância de capital” em relação à produção, como a teoria keynesiana “marginalista” argumentaria. Shaikh mostra que a taxa de lucro corporativa dos EUA caiu no período pós-1945 ainda mais do que os dados oficiais (NIPA) exporiam<sup>12</sup>. De fato, o chamado período neoliberal do início da década de 1980 só se consolidou em um nível historicamente baixo de lucratividade (Figura 3).

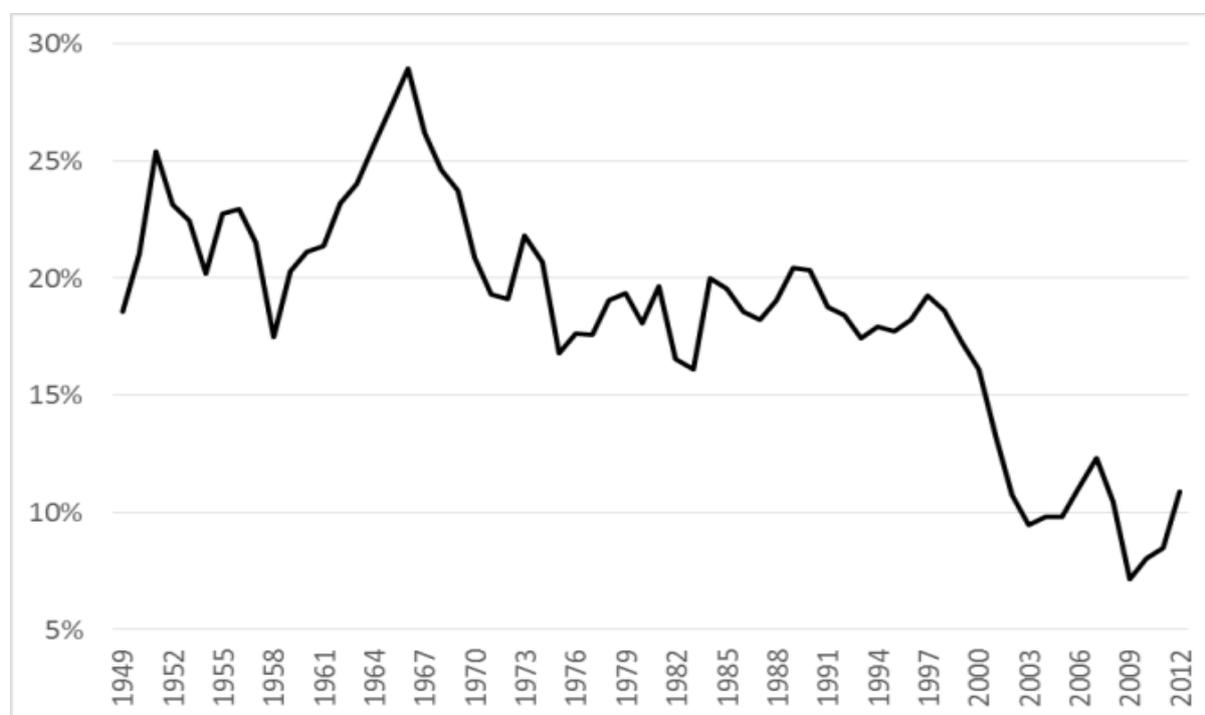
Figura 3. Taxa de lucro corporativo dos EUA (%), estimativas da NIPA e Shaikh



Fonte: BEA, NIPA, Shaikh, *Capitalismo, veja apêndice para o funcionamento de Shaikh*

Da mesma forma, Peter Jones demonstrou que se os componentes “fictícios” da rentabilidade forem removidos do cálculo da taxa de lucro das empresas dos EUA, então a taxa de lucro “subjacente” nunca foi tão baixa (Figura 4)<sup>13</sup>.

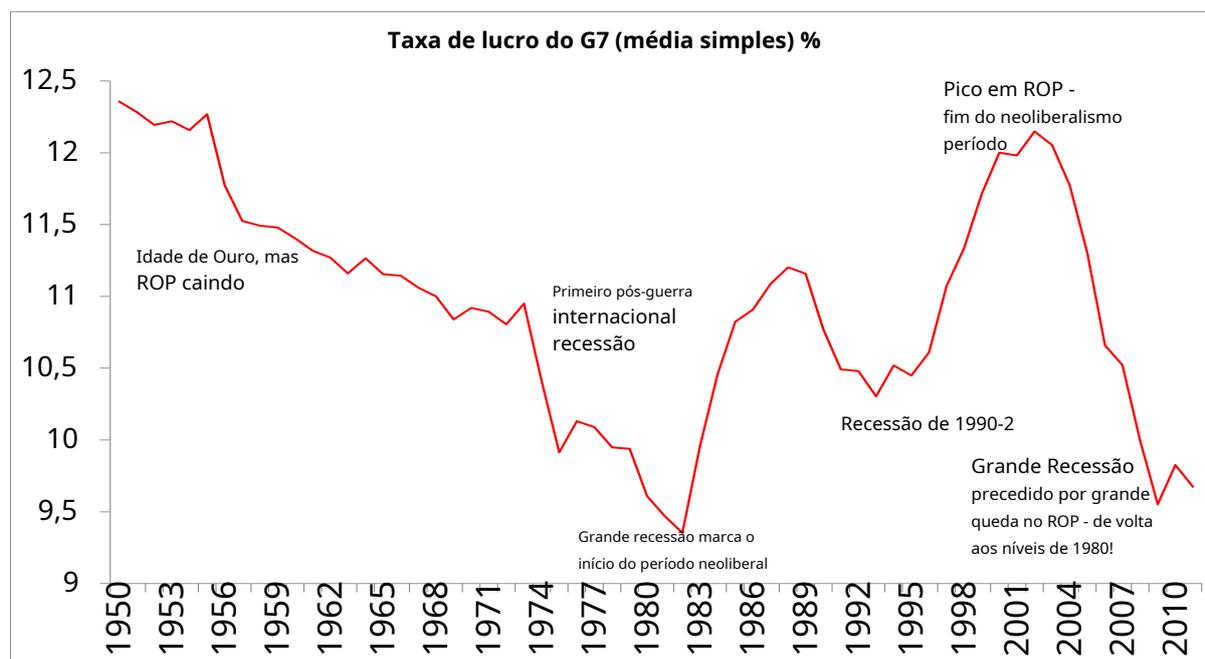
Figura 4. Taxa de lucro dos EUA (excluindo 'lucros fictícios') %



Fonte: Jones *op cit*

Mostrei que, para as economias do G7 como um todo (e incluindo lucros fictícios), a recuperação da lucratividade durante o período neoliberal chegou ao fim no início dos anos 2000, preparando o cenário para a Grande Recessão de 2008-9 (Figura 5).<sup>14</sup>

Figura 5. Taxa de lucro do G7 nas tabelas da Penn World (%)

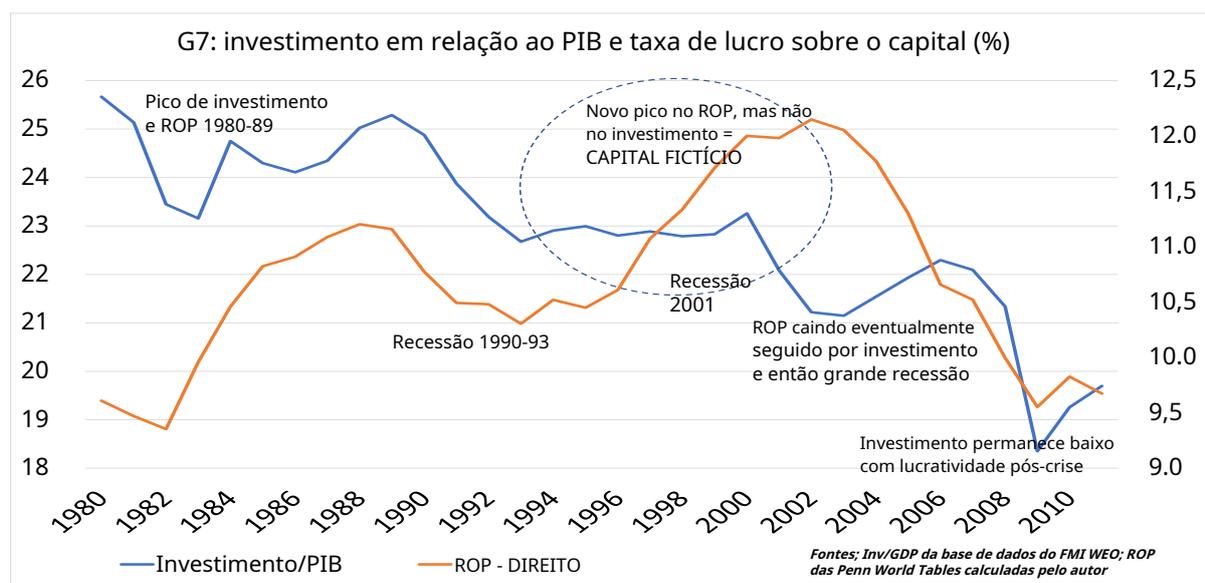


Fonte: Cálculos do autor - ver nota final

Mas qual é a relação empírica com o investimento? Kliman e Williams mostram que a queda na lucratividade dos EUA pode ser intimamente correlacionada a uma queda nas taxas de investimento empresarial, desde que excluamos os lucros financeiros.<sup>15</sup>

Novamente, se olharmos para as economias do G7, descobrimos que o investimento empresarial em relação ao PIB vem caindo junto com a lucratividade do capital, se os lucros fictícios acumulados no boom de crédito do início dos anos 2000 forem excluídos (Figura 6).

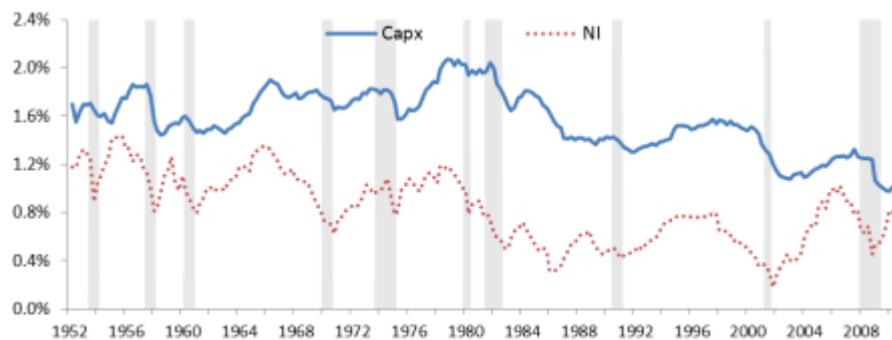
Figura 6. Taxa de lucro e investimento do G7 em relação ao PIB (%)



Fonte: veja nota da figura

Esses e outros estudos de economistas marxistas foram apoiados ocasionalmente por pesquisas tradicionais. Por exemplo, os economistas tradicionais, Kothari, Lewellen e Warner, encontraram uma correlação causal próxima entre o movimento no investimento empresarial dos EUA e a lucratividade empresarial<sup>16</sup>. Os autores mostram que o retorno sobre os ativos totais de empresas não financeiras dos EUA (medido como lucros após impostos como uma porcentagem dos ativos – linha pontilhada vermelha); e a taxa de investimento fixo em relação aos ativos totais (linha azul) caíram secularmente a partir da década de 1950, atingindo uma baixa em meados da década de 1980 e então se consolidando ou subindo um pouco depois disso (Figura 7).

Figura 7. Investimento fixo trimestral (Capx) e lucros após impostos (NI) dimensionados por ativos totais defasados para empresas não financeiras de 1952 a 2010.



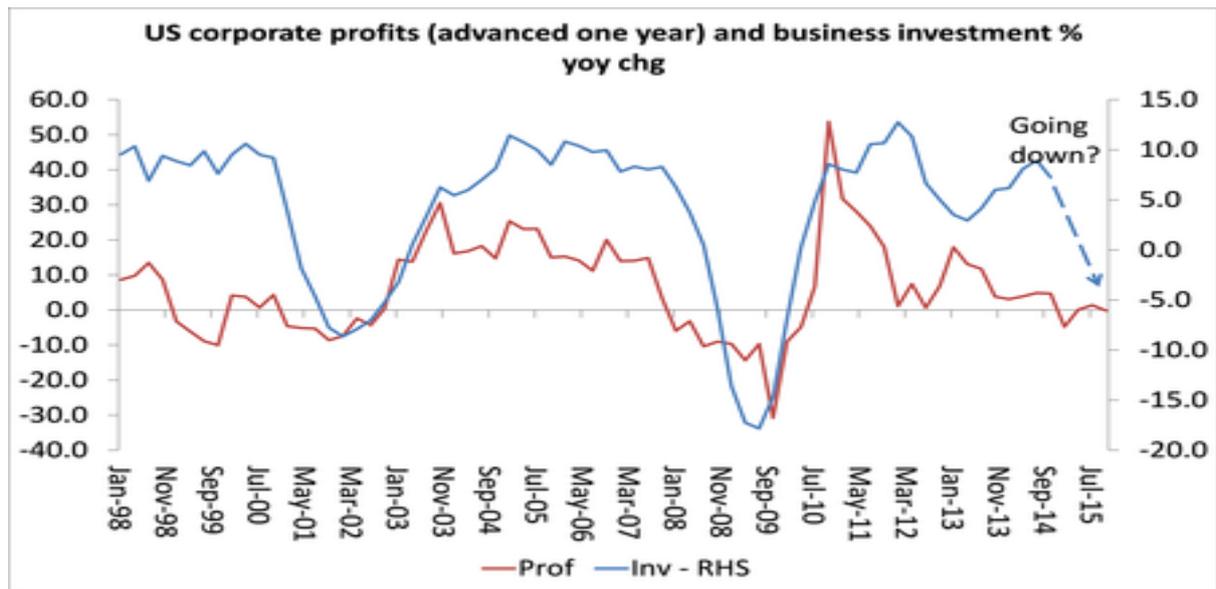
Fonte: Contas de fluxo de fundos do Federal Reserve. Regiões sombreadas indicam recessões do NBER

O investimento empresarial (como uma parcela dos ativos) diminuiu em conjunto com a lucratividade. Os autores concluíram que *“o crescimento do investimento é altamente previsível, com até 1½ anos de antecedência, usando lucros passados e retornos de ações, mas tem pouca conexão com taxas de juros, spreads de crédito ou volatilidade de ações. Na verdade, lucros e retornos de ações inundam o poder preditivo de outras variáveis propostas na literatura.”*

Mais relevante para o movimento do investimento no ciclo de negócios é o movimento da massa de lucros. Nossos autores tradicionais descobrem que *“Os lucros mostram um padrão claro de ciclo de negócios e uma correlação clara com o investimento.”* Eles mediram a correlação causal preditiva entre mudanças nos lucros, PIB e investimento e a Grande Recessão. Eles descobriram que *“se o investimento mantivesse sua conexão histórica com o crescimento do lucro, o investimento deveria cair 14,7%, cerca de dois terços do declínio real de 23,0%.”*

Este valor de dois terços é quase exatamente o que encontrei para o período de 2000 a 2013<sup>17</sup>. Descobri que a correlação entre as mudanças na taxa de lucro e investimento foi de 64%; segundo, a correlação entre a massa de lucro e investimento foi de 76%; e terceiro, a correlação entre a taxa de lucro (com um ano de atraso) e a massa de lucro também foi de 76% (Figura 8).

Figura 8. Lucros corporativos e investimento empresarial nos EUA, yoy % var., 1998-2015



Fonte: BEA NIPA, cálculos do autor

Economistas do banco de investimento JP Morgan também descobriram que “pelo menos três quartos do declínio do investimento podem ser considerados como uma queda historicamente típica, dado o comportamento dos lucros e do PIB no final de 2008. Problemas nos mercados de crédito podem ter desempenhado um papel, mas o impacto no investimento corporativo é indiscutivelmente pequeno.”<sup>18</sup>

Outro economista financeiro, David Watts, da CreditSight, executou o crescimento nas receitas de vendas e o nível de utilização da capacidade existente para empresas não financeiras da zona do euro em relação ao investimento empresarial. Ele descobriu que há uma correlação próxima. Em outras palavras, o que impulsiona o investimento empresarial é o nível de vendas e lucros<sup>19</sup>. Klein conclui: “Você não precisa de nenhuma estimativa de um “canal de crédito” (ou “incerteza política” ou “confiança”) para explicar por que as empresas aumentam ou cortam seu capex. Elas gastam quando é lucrativo, e não gastam quando não é.”<sup>20</sup> O Banco de Compensações Internacionais

(BIS) preso ao mesmo ponto: “a incerteza sobre as perspectivas econômicas e os lucros esperados desempenham um papel fundamental na condução do investimento, enquanto o efeito das condições de financiamento é aparentemente pequeno.”<sup>21</sup>

O Federal Reserve Bank de Cleveland também encontrou resultados semelhantes<sup>22</sup>. Economistas de lá descobriram que havia uma correlação muito alta entre o movimento de lucros empresariais, investimento e produção industrial. Economista-chefe Ergundor: “Uma análise de correlação simples mostra que a correlação entre a mudança nos lucros corporativos e a mudança contemporânea na produção industrial é de 54%, mas a correlação sobe para 66% se eu usar a mudança de um trimestre à frente na produção industrial.

Da mesma forma, a correlação entre a mudança nos lucros corporativos e a mudança contemporânea no investimento privado interno bruto é de 57%, mas a correlação sobe para 68% se eu usar a mudança de um trimestre à frente no investimento.

Mais formalmente, um teste de causalidade de Granger indica que a variação trimestral nos lucros antecede a variação trimestral na produção em um quarto, mas a variação nos lucros é independente da variação

na produção. Uma relação similar se aplica à mudança trimestral em lucros e investimentos. Assim, as empresas parecem ajustar sua produção e investimento após ver uma queda em seus lucros. "O intervalo de tempo entre lucros e investimentos é de cerca de três quartos de um ano.

Economistas do Deutsche Bank<sup>23</sup> também observou que "As margens de lucro sempre atingem o pico antes da recessão. De fato, não houve um único ciclo de negócios na era pós-Segunda Guerra Mundial em que isso não tenha acontecido. A razão pela qual as margens são um indicador líder é simples: quando a lucratividade corporativa declina, uma retração nos gastos e nas contratações eventualmente acontece." Deutsche continua: "os dados históricos revelam que os prazos médios e medianos entre o pico das margens e o início da recessão são de nove e oito trimestres, respectivamente" (Figura 9).

Figura 9. Margens de lucro e o ciclo de negócios

Profit margins peak on average about two years before the onset of recession, but the lead times vary substantially across business cycles

Business cycle	Peak in margins	Distance to recession (quarters)
1949 to 1953	Q4 1950	11
1954 to 1957	Q4 1955	8
1958 to 1960	Q2 1959	5
1961 to 1969	Q1 1966	16
1970 to 1973	Q1 1973	4
1975 to 1980	Q4 1978	6
1983 to 1990	Q4 1988	8
1991 to 2001	Q3 1997	15
2002 to 2007	Q3 2006	6
2009 to present	Q3 2014	?
Average>		9
Median>		8

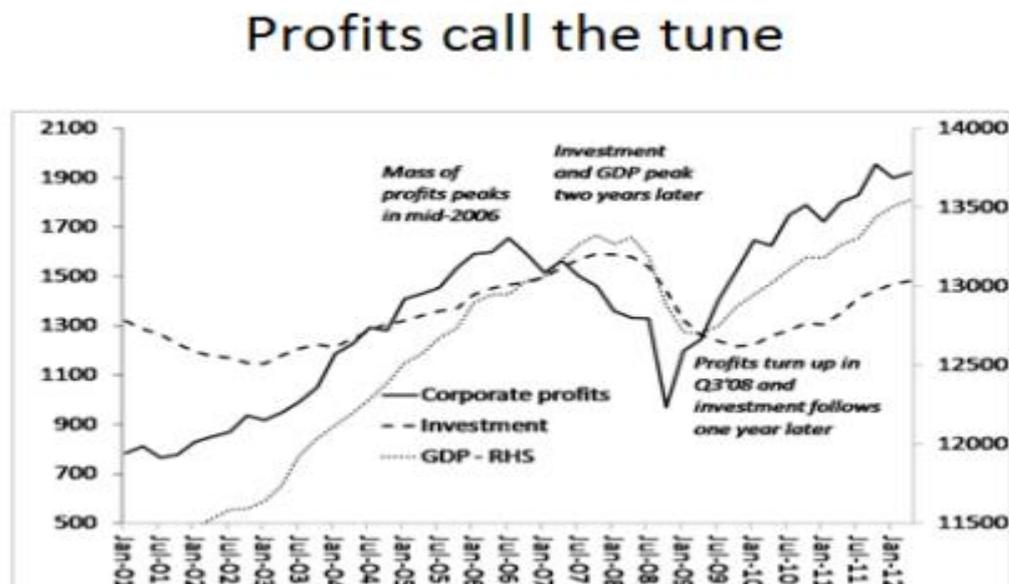
Source: BEA, NBER, Haver Analytics & Deutsche Bank

Fonte: Deutsche Bank

Tapia mostra que, em 251 trimestres da atividade econômica dos EUA, desde 1947, o movimento nos lucros foi muito mais volátil do que o movimento nos salários ou mesmo no investimento.<sup>24</sup> Mais importante, "os lucros corporativos param de crescer, estagnam e então começam a cair alguns trimestres antes de uma recessão". Os lucros então lideram o investimento e o emprego para fora de cada recessão. Na longa expansão dos anos 1990, os lucros começaram a declinar muito antes do investimento (os lucros caíram em 1997, enquanto o investimento continuou crescendo até 2000, quando uma crise se seguiu). Em todos esses casos, os lucros atingem o pico vários trimestres antes da recessão, enquanto o investimento atinge o pico quase imediatamente antes da recessão. Usando análise de regressão, Tapia conclui que os lucros antes de impostos podem explicar 44% de todo o movimento no investimento, enquanto há não há evidências de que o investimento possa explicar qualquer movimento nos lucros .

Esta é exatamente a conclusão a que G Carchedi e eu chegamos em um estudo conjunto<sup>25</sup>. Na Figura 9, a massa de lucros dos EUA leva o investimento empresarial e o crescimento do PIB à recessão e depois à sua saída.

Figura 9. Lucros corporativos dos EUA, investimento e crescimento do PIB 2001-12 US\$ bilhões



Fonte: BEA NIPA, cálculos dos autores

Por fim, apliquei a análise de regressão causal de Granger às mudanças nos lucros, no investimento e no PIB desde 1961. Descobri que a correlação entre lucros e investimento era de 0,43 com coeficiente de regressão de mínimos quadrados em 0,60. Lucros 'Granger causou' investimento com um atraso de um ano. E investimento 'Granger causou' PIB com um atraso de dois anos. Mas não houve conexão causal do investimento com os lucros – o mesmo resultado de Tapia.<sup>26</sup>

Assim, a evidência é esmagadora de que a lucratividade é o motor do crescimento do investimento e que os lucros lideram o investimento (e o PIB) e não o contrário. A visão marxista é apoiada empiricamente.

### 3. As implicações políticas

Há implicações de política econômica que fluem dessa conclusão. Afinal, é o cerne da política econômica keynesiana que a saída da recessão econômica sob o capitalismo é impulsionar a 'demanda efetiva'. E em um 'equilíbrio' de desemprego, será necessário estimular essa demanda, seja aliviando o custo do investimento ou do empréstimo do consumidor (política monetária) e/ou pelos gastos do governo (política fiscal).

Os keynesianos veem a economia capitalista de uma forma utópica. A análise keynesiana nega ou ignora a natureza de classe da economia capitalista e a lei marxista do valor que mostra que os lucros vêm da exploração do trabalho. Como resultado, as identidades macro keynesianas começam com o consumo e o investimento ("demanda efetiva") e vão para as rendas e o emprego.

Lembre-se de que o multiplicador é um dispositivo inventado por Richard Kahn, discípulo de Keynes na década de 1930. Ele pretende medir a mudança no PIB real causada por uma mudança nos gastos ou impostos do governo – em outras palavras, o impacto no crescimento das medidas fiscais do governo. Então o multiplicador keynesiano mede o impacto de mais ou menos gastos (demanda) na renda (PIB). MAS ele não mede

o impacto na lucratividade. E, na visão marxista, isso é crucial para o crescimento sob o modo de produção capitalista.

Vamos retornar à macro identidade de Keynes-Kalecki. Ela pode ser redesenhada como:

Investimento – Poupança (não capitalista) = Lucros

Assim, quanto menor for a poupança não capitalista, maior será o investimento e, então, maiores serão os lucros. A poupança não capitalista (doméstica) pode ser dividida em três partes: poupança das famílias, poupança dos governos e poupança capitalista estrangeira. Se as famílias pouparem mais (como tendem a fazer em uma crise) e a poupança estrangeira aumentar (em outras palavras, o déficit da economia nacional com o resto do mundo aumenta. Se o governo também tiver superávits orçamentários e poupar, então o investimento será menor. E se o investimento der o tom, então menor investimento significará menores lucros (poupança empresarial).

No entanto, há um salvador nessa equação: poupança do governo, ou para ser mais exato; despoupança do governo. Se o governo acumula um grande déficit orçamentário, em outras palavras, despoupança, ele pode impulsionar o investimento e, portanto, os lucros. Então, a lógica keynesiana segue.

Mas a lógica marxista é que a conexão causal é o oposto.

Portanto a equação fica assim.

Lucros + Poupança (não capitalista) = Investimento

Se assumirmos que os lucros são fixos ou caem na equação (porque a taxa de exploração da força de trabalho não pode ser aumentada), então o investimento não pode ser aumentado ou cairá, a menos que outras economias são aumentadas para compensar, a saber, economias familiares e/ou consumo capitalista reduzido ou mais economia do governo, não despoupança. Isso é o oposto da conclusão da política keynesiana. Nessa visão, mais empréstimos do governo não aumentarão os lucros, mas o oposto – e os lucros são o que importa no capitalismo. Então, a despoupança do governo é negativa para o investimento capitalista. Os gastos do governo não impulsionarão a economia capitalista porque eles corroem a lucratividade ao privar o setor capitalista de parte de seu lucro potencial.

Carchedi apresenta a diferença que descrevi aqui como entre o multiplicador keynesiano (ou seja, consumo para investimento para renda nacional para lucros) e o multiplicador marxista (ou seja, lucros para investimento para renda e consumo). Carchedi: *“No multiplicador keynesiano, os investimentos induzidos pelo estado têm um efeito positivo na produção e, portanto, na renda, gastos e poupança... A lucratividade desempenha um papel subordinado e os efeitos na economia são sempre aparentemente positivos. No multiplicador marxista, a lucratividade é central... A questão é se as rodadas de investimentos subsequentes geram uma taxa de lucro maior, menor ou igual à taxa média original de lucro”*.<sup>27</sup>

Se o multiplicador marxista é a maneira correta de ver a economia moderna, então o que se segue é que os gastos do governo e os aumentos ou cortes de impostos devem ser vistos se eles aumentam ou reduzem a lucratividade. Se eles não aumentam a lucratividade ou mesmo a reduzem, então qualquer aumento de curto prazo no PIB de mais gastos do governo será apenas às custas de um período mais longo de baixo crescimento e um eventual retorno à recessão. Não há garantia de que mais gastos signifiquem mais lucros – pelo contrário. O investimento do governo em infraestrutura pode aumentar a lucratividade para aqueles capitalistas

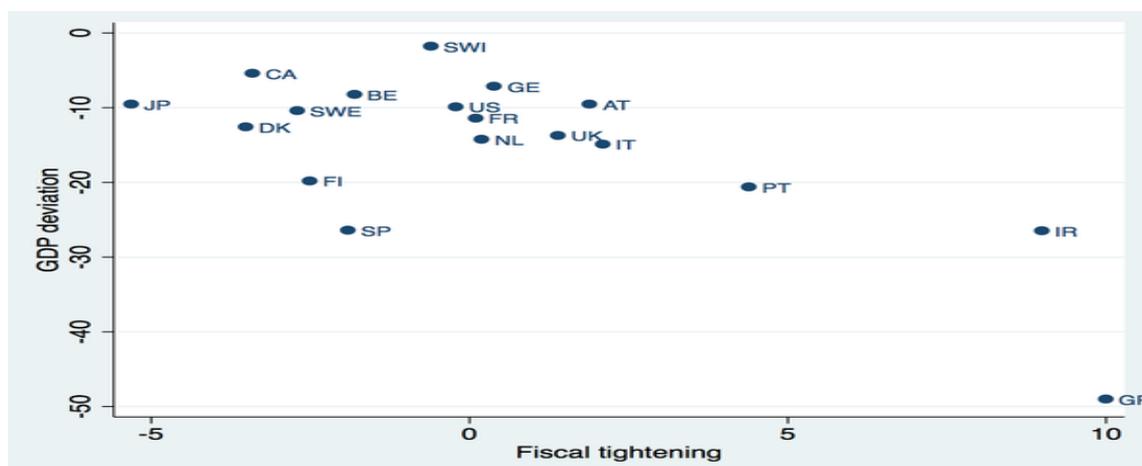
setores obtendo os contratos, mas se for pago por impostos mais altos sobre os lucros, não há ganho geral. E se for financiado por empréstimos, a lucratividade acabará sendo restringida por um custo crescente de capital.

Os gastos do governo não impulsionarão a economia capitalista porque eles corroem a lucratividade ao privar o setor capitalista de parte de seu lucro potencial. Kalecki meio que percebeu isso em seu papel famoso, *Aspectos políticos do pleno emprego, 1943*, quando ele disse: *“investimento público deve ser confinado a objetos que não competem com o equipamento de negócios privados. Caso contrário, a lucratividade do investimento privado pode ser prejudicada e o efeito do investimento público sobre o emprego compensado pelo efeito negativo do declínio do investimento privado”*.<sup>28</sup>

Então, qual multiplicador é o mais convincente nas evidências? Tapia analisou a conexão causal entre os lucros dos EUA, o investimento e os gastos do governo.<sup>29</sup> Ele descobriu que *“há poucas evidências de que os gastos do governo possam estimular investimentos futuros e, dessa forma, impulsionar a economia”*. Ele concluiu que *“A visão keynesiana de que os gastos do governo podem impulsionar a economia estimulando o investimento privado tem muito pouco suporte nos dados, pois o efeito líquido dos gastos do governo em investimentos privados defasados é nulo ou negativo. Somente na amostra de 1961-1990 os gastos do governo passados apareceram como um aumento do investimento bruto no presente, embora não estimulem o investimento empresarial, e o efeito não apareça em outras amostras, de modo que não constitui forte evidência em favor de um efeito de estímulo dos gastos do governo. Isso sugere que é a lucratividade do capital que é decisiva para a recuperação ou não de uma recessão ou depressão econômica.”*

O economista keynesiano Paul Krugman considerou o impacto do aperto fiscal, medido pela estimativa do FMI do saldo primário ajustado ciclicamente (ou seja, excluindo pagamentos de juros) como uma porcentagem do PIB.<sup>30</sup> Ele mostrou o desvio do PIB real do que o FMI estava projetando antes da crise e assumiu que o crescimento projetado de 2007-2013 deveria continuar por mais dois anos para obter as estimativas de 2015 (Figura 10). Isso parece mostrar uma correlação significativa entre o aperto fiscal conforme definido e o desvio do crescimento real do PIB da previsão do FMI.

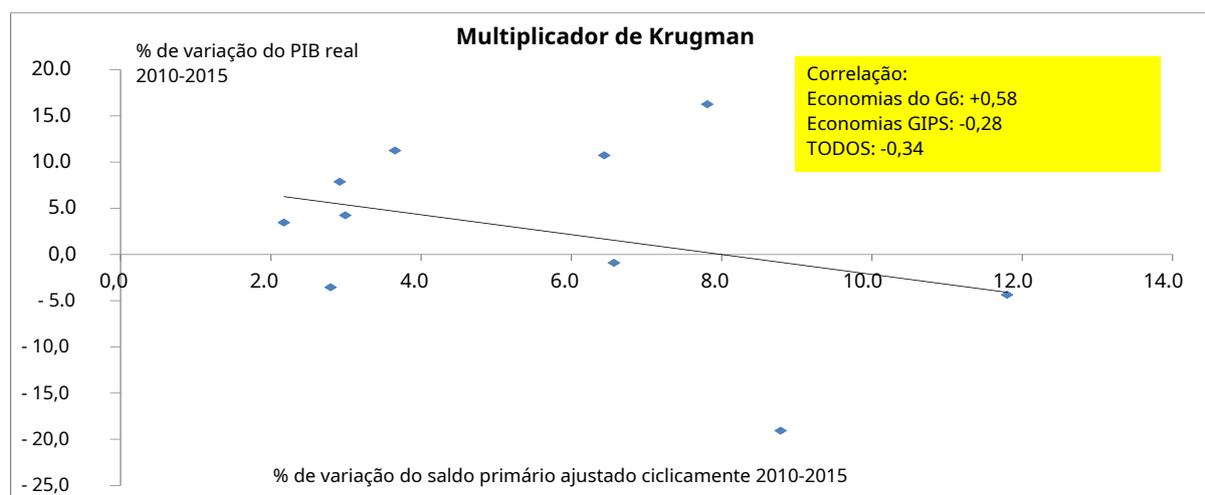
Figura 10. Desvio da previsão de crescimento real do PIB do FMI antes da crise e do aperto fiscal (saldo primário ajustado ciclicamente como % do PIB).



Fonte: Paul Krugman

No entanto, como o próprio Krugman disse, esta é talvez uma maneira estranha de medir o impacto do multiplicador keynesiano e, se a Grécia for excluída, a correlação é menos convincente. Se, em vez do desvio das previsões do PIB pré-crise do FMI, usarmos a mudança no PIB real nos últimos cinco anos contra o aperto fiscal, conforme definido por Krugman, o resultado mostra uma correlação negativa para as economias do G6 mais as economias em dificuldades da Zona do Euro (GIPS) combinadas entre 2010 e 2015 (Figura 11). Mas há uma correlação positiva apenas para o G6. Em outras palavras, quanto mais apertado o impacto fiscal, melhor a recuperação do PIB nas economias do G6 — o oposto das conclusões do multiplicador keynesiano.

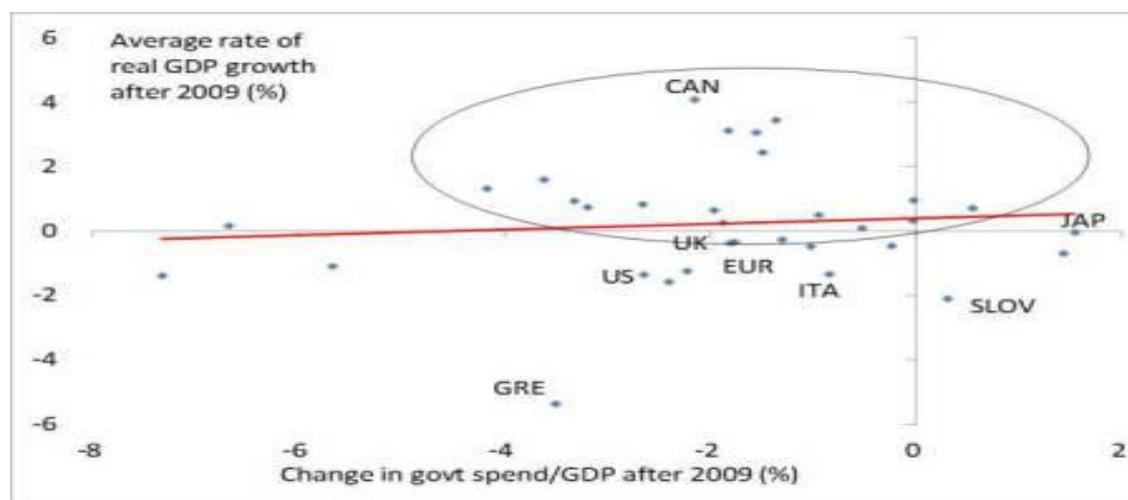
Figura 11. Alterações no PIB real e no saldo primário ajustado ciclicamente como % do PIB, 2010-15.



Fonte: Dados do FMI, cálculos do autor

Então, se compararmos as mudanças nos gastos do governo com o PIB em relação à taxa média de crescimento real do PIB desde 2009 para as economias da OCDE, há uma correlação positiva muito fraca e nenhuma se a Grécia for removida (Figura 12).

Figura 12. Taxa média de crescimento real do PIB desde 2009 (%) nas economias da OCDE e a mudança nos gastos do governo em relação ao PIB (%).



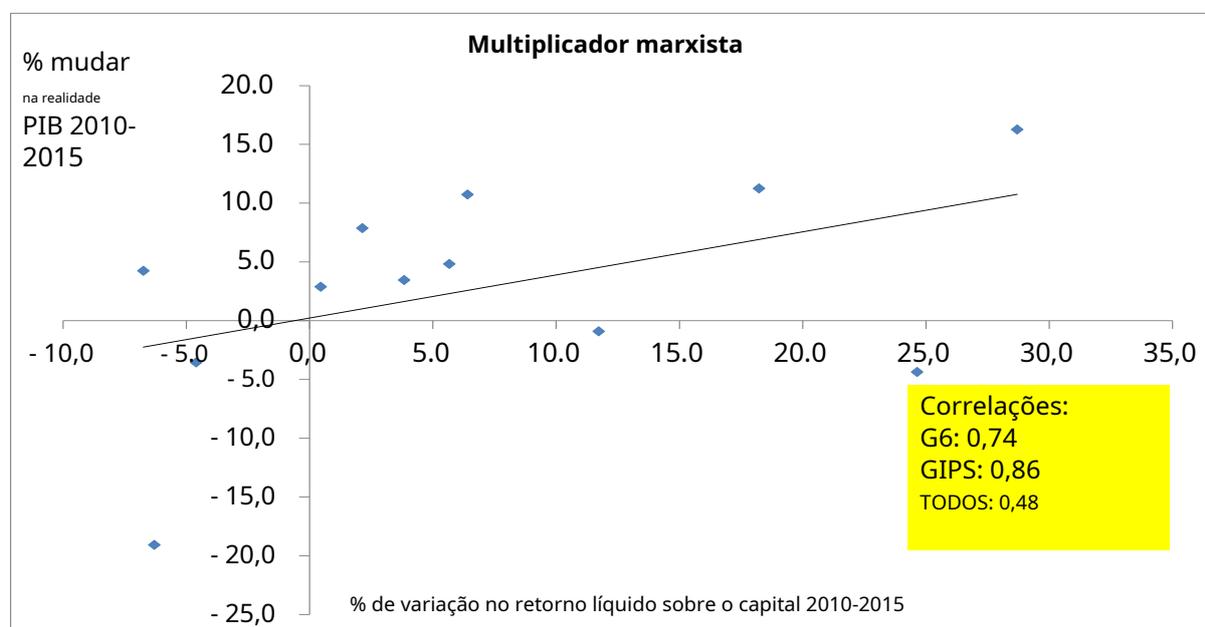
Fonte: Banco de dados AMECO, cálculos do autor

Alberto Alesina e Francesco Giavassini descobriram que *“ajustes fiscais baseados em cortes de gastos são muito menos custosos, em termos de perdas de produção, do que aqueles baseados em aumentos de impostos. ....ajustes baseados em gastos geram recessões muito pequenas, com um impacto no crescimento da produção não significativamente diferente de zero.”* *“E “Nossas descobertas parecem valer para ajustes fiscais tanto antes quanto depois da crise financeira. Não podemos rejeitar a hipótese de que os efeitos dos ajustes fiscais, especialmente na Europa em 2009-13, foram indistinguíveis dos anteriores”.* Por outras palavras, o corte da despesa pública (austeridade) teve pouco efeito na taxa de crescimento real do PIB e isso aplica-se às políticas de “austeridade” dos governos europeus no pós-crise...<sup>31</sup>

Mais uma vez, Cugnasca e Rother, da Comissão Europeia, concluem que o multiplicador keynesiano foi bem abaixo de 1 no período pós-Grande Recessão. O custo médio de produção de um ajuste fiscal igual a 1% do PIB é 0,5% do PIB para a UE como um todo, em linha com a dimensão dos multiplicadores assumidos anteriormente a crise, apesar de cerca de três quartos dos episódios de consolidação que considerado ocorrido após 2009. Portanto, dificilmente é decisivo como explicação para a continuação do Longa Depressão após 2009. O multiplicador é um pouco maior, 0,76, para os países da Zona Euro e Os países da UE com uma moeda indexada ao euro, onde a política monetária é menos capaz de compensar para ajustes específicos de cada país. <sup>32</sup>

Agora vamos considerar o impacto das mudanças na lucratividade do capital empresarial contra o crescimento econômico (o multiplicador marxista)<sup>33</sup>. Usando os mesmos dados de Krugman, descobri que há uma correlação positiva significativa entre mudanças na lucratividade do capital (retorno líquido sobre o estoque de ativos fixos) e o crescimento econômico para as economias do G6 (Figura 13).

Figura 13. O multiplicador marxista: mudança no PIB real e mudança no retorno líquido sobre o capital, %, 2010-25 (os pontos azuis são estados individuais da ZE).

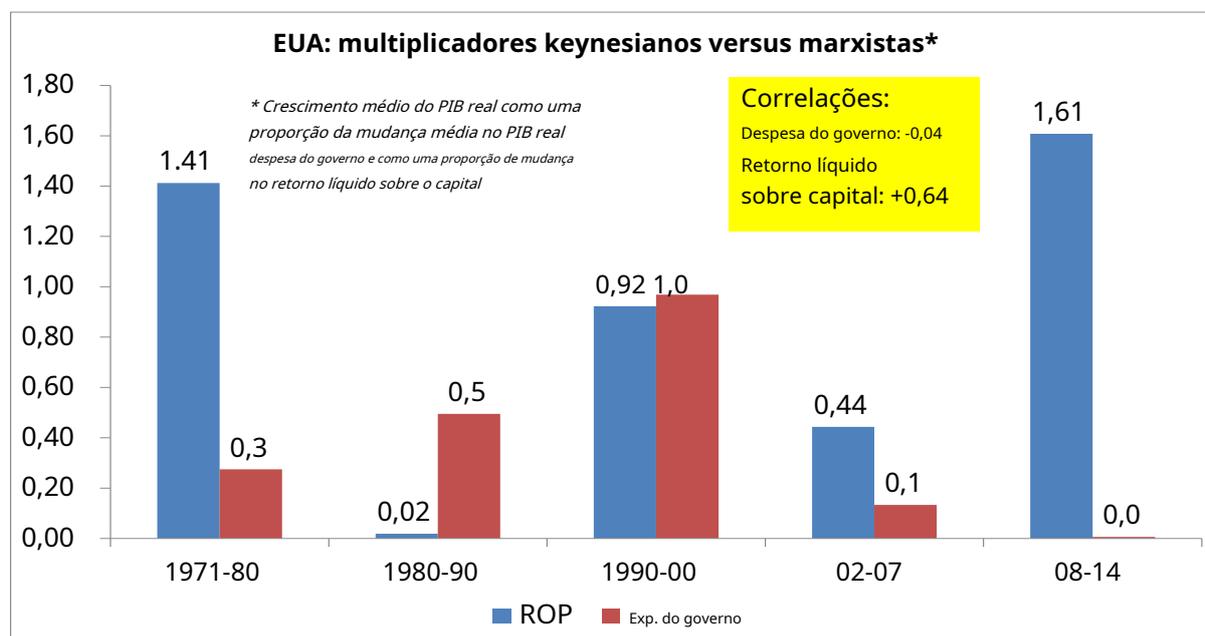


Fonte: Banco de dados AMECO, cálculos do autor

As correlações são positivas para o G6 mais as economias em dificuldades da zona do euro (GIPS) e em níveis muito mais altos do que com o multiplicador keynesiano.

Em seguida, comparei o crescimento médio do PIB real com a mudança média nos gastos do governo e como uma proporção da mudança no retorno líquido sobre o capital por décadas sucessivas desde 1960 (Figura 14). Descobri que o crescimento real do PIB está fortemente correlacionado com mudanças na lucratividade do capital (multiplicador marxista), enquanto a correlação foi negativa com mudanças nos gastos do governo (multiplicador keynesiano). O multiplicador marxista foi consideravelmente maior em três das cinco décadas, e particularmente no atual período pós-Grande Recessão. E nas outras duas décadas, o multiplicador keynesiano foi apenas ligeiramente maior e não conseguiu ir acima de 1. Portanto, havia evidências mais fortes de que o multiplicador marxista é mais relevante para a recuperação econômica sob o capitalismo do que o multiplicador keynesiano.

**Figura 14. Crescimento médio do PIB real como uma razão entre a mudança média nos gastos reais do governo e o retorno líquido sobre o capital.**

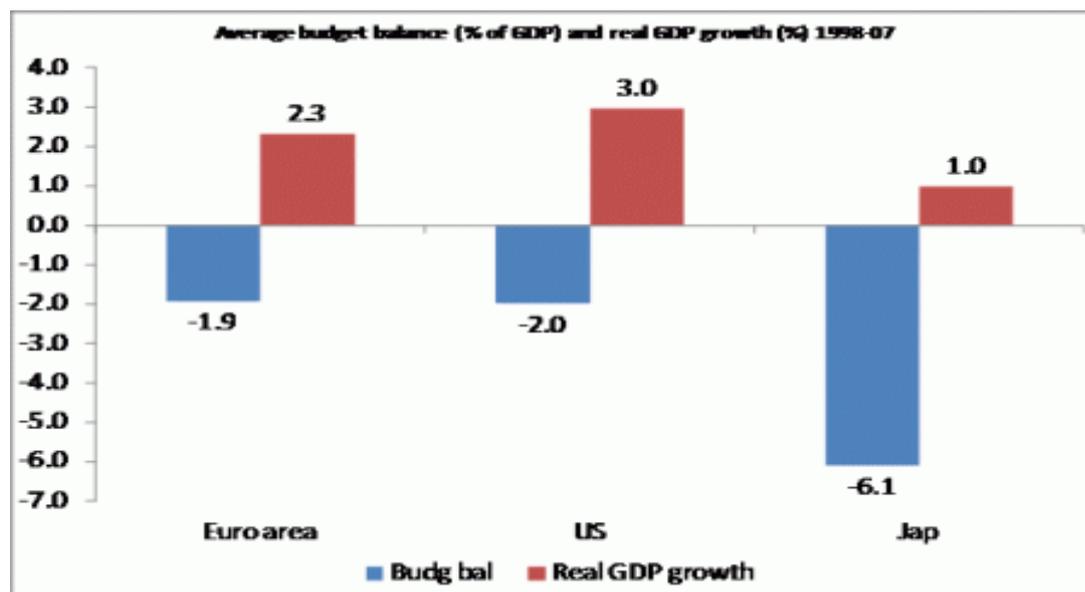


Fonte: Banco de dados AMECO, cálculos do autor

Outro estudo de caso é o Japão desde 1998. Comparei o déficit orçamentário médio com o PIB do Japão, dos EUA e da área do euro com o crescimento real do PIB desde 1998. 1998 é a data que a maioria dos economistas argumenta que foi o ponto em que as autoridades japonesas foram à falência com políticas de gastos governamentais do tipo keynesiano projetadas para restaurar o crescimento econômico. Funcionou?

Entre 1998 e 2007, o déficit orçamentário médio do Japão foi de 6,1% do PIB, enquanto o crescimento real do PIB foi em média de apenas 1%. No mesmo período, o déficit orçamentário dos EUA foi de apenas 2% do PIB, menos de um terço do Japão, mas o crescimento real do PIB foi de 3% ao ano, ou três vezes mais rápido que o Japão. Na área do euro, o déficit orçamentário foi ainda menor, de 1,9% do PIB, mas o crescimento real do PIB ainda foi em média de 2,3% ao ano, ou mais que o dobro do Japão. Então, o multiplicador keynesiano não pareceu fazer seu trabalho no Japão em um período de dez anos (Figura 15). Novamente, no período de expansão do crédito de 2002-07, o crescimento real médio do PIB do Japão foi o mais baixo, embora seu déficit orçamentário fosse muito maior do que o dos EUA ou da zona do euro.

Figura 15. Saldos orçamentais médios e crescimento real do PIB, 1998-07 (%)



Fonte: OCDE, cálculos do autor

Não parece haver nenhuma evidência de que maiores gastos governamentais ou déficits orçamentais mais amplos levarão a investimentos ou crescimento econômico mais rápidos ao longo do tempo em economias capitalistas. De fato, a evidência é o contrário na maior parte do tempo. O multiplicador marxista de lucratividade e investimento parece mais convincente.

## CONCLUSÃO

Os keynesianos veem a economia como uma economia monetária, mas esquecem que é uma economia de fazer dinheiro. "Não é a propriedade dos instrumentos de produção que é importante para o Estado assumir. Se o Estado for capaz de determinar a quantidade agregada de recursos dedicados a aumentar os instrumentos e a taxa básica de recompensa para aqueles que os possuem, ele terá realizado tudo o que é necessário." (Keynes).

Este artigo argumentou:

- 1) A visão keynesiana de que a demanda efetiva e o investimento geram lucros é logicamente fraca e empiricamente não comprovada.
- 2) A visão marxista é que a lucratividade e os lucros impulsionam o investimento em uma economia capitalista. Isso é teoricamente lógico e empiricamente apoiado.
- 3) Isso implica que o multiplicador marxista (as mudanças no PIB real em relação à lucratividade) é um melhor guia para qualquer recuperação provável em uma economia capitalista do que o multiplicador keynesiano (mudanças no PIB real em relação aos gastos líquidos do governo - despoupança).
- 4) As prescrições de políticas de estímulo fiscal (e monetário) keynesianas dificilmente funcionarão na restauração do investimento, do crescimento e do emprego em uma economia capitalista - na verdade, elas podem até atrasar a recuperação.

2 Por que o investimento é fraco? por Ryan Niladri Banerjee, Jonathan Kearns e Marco Jacopo Lombardi, BIS 18 de março de 2015, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503q.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503q.htm)

3 John Maynard Keynes, "Propostas para uma tarifa de receita", *The New Statesman and Nation* (7 de março de 1931), reimpresso em *Essays in Persuasion*.

4 J. M. Keynes, *Escritos coletados*, vol. 13, p. 343

5 Minsky, HP 1991. A hipótese da instabilidade financeira: Um esclarecimento. Em *O risco de crise econômica*. M. Feldstein, ed., Chicago: University of Chicago Press, pp. 158-166.

6 James Montier, *O que sobe tem que descer!*, março de 2012 <http://www.zerohedge.com/sites/default/files/images/user5/imageroot/2012/02/Montier%20-%20What%20goes%20up%20must%20come%20down.pdf>

7 De onde vêm os lucros, 2008.

8 José A. Tapia, 'Investimento, lucros e crises — Teorias e evidências', capítulo em *Mundo em Crise*, eds G Carchedi e Michael Roberts, Zero Books, a ser lançado em 2017.

9 Minsky na cidade

10 J.M Keynes, *Teoria Geral*, Capítulo 22.

11 P Mattick, *Crise econômica e teoria da crise*, 1974. <https://www.marxists.org/archive/mattick-paul/1974/crisis/ch01.htm>

12 Anwar Shaikh, *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*, Oxford University Press, 2016, para os dados, veja <http://realecon.org/data/>

13 Jones, P. (Próximo) 'A queda da taxa de lucro e a grande recessão'

14 M Roberts, Revisitando uma taxa mundial de lucro, *Artigo para a Conferência de 2015 da Associação de Economistas Heterodoxos, Universidade Southampton Solent, julho de 2015*. Veja este artigo, apêndice para fontes e métodos

15 Kliman, A., Williams SD (2014). "Por que a "financeirização" não deprimiu o investimento produtivo dos EUA". *Revista de Economia de Cambridge*, beu033. [http://eprints.lse.ac.uk/60305/1/\\_lse.ac.uk\\_storage\\_LIBRARY\\_SECOND~1\\_liffile\\_shared\\_REPOSI~1\\_Content\\_LSEUSA~1\\_LSEUSA~2\\_blogs.lse.ac.uk-Lucros em queda em vez de investimentos financeiros crescentes levaram à redução das taxas de capital acumulado.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/60305/1/_lse.ac.uk_storage_LIBRARY_SECOND~1_liffile_shared_REPOSI~1_Content_LSEUSA~1_LSEUSA~2_blogs.lse.ac.uk-Lucros em queda em vez de investimentos financeiros crescentes levaram à redução das taxas de capital acumulado.pdf)

16 O comportamento do investimento corporativo agregado, agosto de 2015, [Investimento Agregado](#)

17 G Carchedi, M Roberts *As longas raízes da crise atual: keynesianos, austerianos e a lei de Marx*, Capítulo Um, em *Mundo em Crise*, (Próximo Zero Book, 2017)

18 JP Morgan, Profit stall ameaça expansão global, Relatório Especial, 21 de junho de 2016

19 Credit sight <https://www.creditsights.com/research/noaccess>

20 M Klein <https://ftalphaville.ft.com/2015/11/20/2145454/maybe-the-euro-areas-bad-banks-didnt-matter/> [BIS](#) em citação

22 [probabilidades de recessão ec 201609](http://www.zerohedge.com/news/2016-06-04/when-will-recession-start-probabilidades-de-recessao-ec-201609) [http://www.zerohedge.com/news/2016-06-04/when-will-recession-start-](http://www.zerohedge.com/news/2016-06-04/when-will-recession-start-deutsche-banks-disturbing-answer)

23 [deutsche-banks-disturbing-answer](#)

24 Os dados vêm das contas de Fluxo de Fundos ajustadas sazonalmente do Federal Reserve. As regiões sombreadas indicam recessões do NBER

25 Carchedi e Roberts, *As longas raízes da crise atual*, a ser publicado em *World in Crisis*, Zero Books, 2017). <http://gesd.free.fr/robcarch13.pdf>

26 Esta análise de regressão usou dados anuais sobre PIB, lucros e investimentos para os EUA de 1961 a 2014. Esta análise e resultados podem ser encontrados aqui. <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2017/04/profits-investment-gdp-us-1960-2014.xlsx>

27 Carchedi, *O direito e a crise*, em *Mundo em Crise*, op cit.

28 Kalecki, <http://delong.typepad.com/kalecki43.pdf>

29 J Tapia: Lucros incentivam investimentos, investimentos amortecem lucros e gastos governamentais têm pouco efeito — Dinâmica do ciclo de negócios nos EUA, 1929-2013, não publicado, "A variação nos lucros explica nada menos que 25% da mudança no investimento empresarial (em 1961-1990, Tabela 4, painel C) e até 59% dele (em 1991-2013, Tabela 4, painel D). Os modelos revelam uma estabilidade substancial da estimativa do efeito. Assim, um aumento de 1 ponto percentual no investimento empresarial reduz a participação nos lucros no ano seguinte em 0,54 pontos percentuais em 1961-1990 e em 0,56 pontos percentuais em 1991-2013 (Tabela 3, painéis C e D). Em modelos para explicar o investimento atual por gastos governamentais anteriores (Tabela 5) ou investimento governamental por investimento anterior, a variável explicativa (Tabela 8) tem sinais diferentes em amostras diferentes. Por exemplo, os gastos do governo parecem ter um efeito estimulante sobre o investimento bruto em 1961-1990, mas um efeito negativo ou nulo em 1991-2013.... Assim, com base nos resultados da análise, pode-se dizer com confiança que os lucros estimulam o investimento e que o investimento corta os lucros futuros. No entanto, com base na análise, não se pode dizer muito sobre a relação entre gastos do governo e investimento."

30 <http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/11/28/demand-supply-and-macroeconomic-models/>

31 Alberto Alesina e Francesco Giavazzi, *NBER Reporter 2015 Número 3: Resumo da Pesquisa, Os Efeitos da Austeridade: Pesquisa Recente*

<sup>32</sup> Cugnasca, A, P Rother (2015), "Multiplicadores fiscais durante a consolidação: evidências da União Europeia", Working Paper Series 1863, Banco Central Europeu. <http://www.voxeu.org/article/fiscal-multipliers-during-consolidation-evidence-european-union>. No entanto, um artigo recente de House, Proebsting e Tesar argumentam que as medidas de "austeridade" foram significativamente prejudiciais ao crescimento após 2009, Austeridade no rescaldo da Grande Recessão, fevereiro de 2017, NBER Working Paper 23147, <https://www.rba.gov.au/publications/workshops/research/2016/pdf/rba-workshop-2016-tesar.pdf>

<sup>33</sup> Os dados para todos esses resultados podem ser encontrados no FRED, Federal Reserve Bank of St Louis. PIB = produto interno bruto real, BEA, NIPA (\$bn), encadeado em 2005, GDPC96. Investimento = investimento fixo privado não residencial real (\$bn), encadeado em 2006, PNFIC96. Lucros corporativos = lucros corporativos com ajustes de IV e CC sa CPROFIT anualizado.