

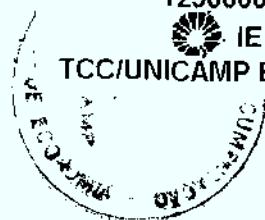
TCC/UNICAMP
B63e
IE/459



1290000459



TCC/UNICAMP B63e



A Economia Norte Americana nos anos noventa: Como e porque os EUA cresceram (pouco) numa década em que o centro dinâmico do capitalismo sofreu com a falta de dynamismo

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da
UNICAMP por Humberto Luis Silva Bocayuva, sob orientação
de José Pedro Macarini ✓

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

Campinas, Janeiro de 2001 ✓

TCC/UNICAMP
B63e
IE/459

CEDOC/IE

Tempo é uma questão de prioridade.
Winston Churchill

Há homens que lutam um dia e são bons,
Há outros que lutam um ano e são melhores,
Há os que lutam muitos anos e são muito bons,
Mas há os que lutam toda a vida e estes são imprescindíveis.
Bertold Brecht

Aos meus pais e,

Ao meu orientador, cuja paciência e compreensão foram ilimitadas
para a realização desta monografia,

A Economia Norte Americana nos anos noventa:
Como e porque os EUA cresceram (pouco) numa década em
que o centro dinâmico do capitalismo sofreu com a falta de
dynamismo

Índice

Introdução	1
1. Política Econômica	14
1.1 Política Fiscal	14
1.2 Política Monetária e Mercado de Capitais	22
2. As componentes privadas do gasto	30
2.1 Consumo, exportações líquidas e câmbio	30
2.2 Investimento	35
3. Conclusão	41
4. Bibliografia	43

A economia norte americana nos anos noventa: Como e porque os EUA cresceram (pouco) numa década em que o centro dinâmico do capitalismo sofreu com a falta de dinamismo

Introdução

A presente monografia estudará o comportamento macroeconômico dos EUA na década de noventa. Para tanto, dividiremos o trabalho em dois capítulos distintos: um que tratará da política econômica, e outro que tratará do comportamento (e suas consequências) dos gastos dos agentes privados e do mercado de capitais americano. Por fim, far-se-á uma conclusão acerca das hipóteses levantadas nos dois capítulos.

Os EUA são o núcleo hegemônico do capitalismo atual. Contudo, o especial interesse nesta economia é aguçado quando observamos seu desempenho na década de noventa, tendo como referencial as perspectivas apontadas pelos autores no final da década de oitenta. Assim, é mister recuperar de forma sumária o comportamento dos EUA na década de oitenta e entender as bases do funcionamento da economia para a década de noventa.

No começo dos anos oitenta a economia norte americana estava ainda sob os efeitos da política monetária restritiva elaborada por Paul Volcker¹, para a defesa do dólar² no final da década de setenta. As altas taxas de juros impediam que a economia norte americana crescesse com vigor, desejo latente da

¹ Ver MACARINI (1998).

² Certo seria pensar em ataque do dólar às outras divisas internacionais. Os EUA resolveram valorizar o dólar de maneira unilateral para baixar a inflação e recuperar a sua hegemonia. Como defesa ao diferencial de juros causado pela alta dos juros americanos, os outros países desenvolvidos subiram suas taxas de juros para equalizar a conta de capitais e, por conseguinte, o balanço de pagamentos. Para referência ver MACARINI (1998), TAVARES (1986) e MIRANDA (1992).

sociedade após o fim do ciclo virtuoso de crescimento do pós-guerra. Neste contexto, nasce a teoria do *supply side economics*, que *grosso modo*, poderia ser definida pela defesa de cortes no imposto de renda dos agentes para aumentar a propensão marginal a poupar. Os *supply siders*³ acreditavam que o corte na progressividade dos impostos faria com que os agentes se sentissem mais propensos a trabalhar horas adicionais já que a remuneração excedente por este esforço marginal não seria confiscada pelo governo. O aumento na poupança agregada, oriundo do corte do imposto de renda, aumentaria a taxa do investimento agregado⁴ e faria a renda nacional crescer mais e mais rápido. A renúncia fiscal seria compensada pelo crescimento do produto⁵. A crítica keynesiana à teoria *supply side* seria no sentido de evidenciar que o aumento da renda disponível faria com que houvesse aumento explosivo do consumo ao invés do aumento da poupança.

Em 1980 Ronald Reagan se elege presidente dos EUA pelo partido republicano e forma uma equipe econômica heterogênea, com três correntes de pensamento e diretrizes para a política econômica, quais sejam:

- i) Os *supply siders*, que preconizavam uma redução linear de 30% das alíquotas do imposto de renda para as pessoas físicas, independente da sua faixa de rendimentos. Esta redução faria com que o imposto se tornasse menos progressivo já que as altas alíquotas marginais, aplicadas a altas rendas, teriam um corte maior⁶;
- ii) A corrente do *Big Business*, que queria incentivar os grandes conglomerados americanos com uma política de aceleração da depreciação do ativo fixo das empresas. A aceleração da depreciação diminuiria o montante de imposto de renda devido pelas empresas e aumentaria o retorno do investimento bruto

³ Denominação pela qual ficaram conhecidos os defensores do *supply side economics*.

⁴ A relação de causalidade do investimento e poupança tem um teor ideológico do *mainstream*. Para o *mainstream* a poupança precede e determina o investimento. Para os heterodoxos, o investimento é que engendra a renda e portanto a poupança, já que ela é um resíduo da renda que não foi gasta.

⁵ Ver MACARINI (1998).

⁶ *Ibidem*

agregado. Adicionalmente, essa corrente era favorável à implantação de um programa de defesa mais ambicioso para favorecer o complexo industrial-militar⁷;

- iii) Os conservadores, que tinham como meta a redução urgente do déficit público com cortes em programas sociais considerados excessivos. Havia à época uma percepção de que o Estado intervinha demais na economia e que esta intervenção exagerada estava atrapalhando o seu bom andamento. Os cortes nos desperdícios do orçamento diminuiriam o déficit público e, por conseguinte, entrariam em consonância com a política antiinflacionária do FED⁸.

A política econômica resultante de uma equipe tão heterodoxa tinha inconsistências intrínsecas à defesa de interesses tão díspares. Reagan, contudo, conseguiu atender de forma parcial todas as três correntes. Já em 1981 é anunciado o programa de redução escalonada das alíquotas do imposto de renda. No primeiro ano as alíquotas são diminuídas em 5%. Em 1982 mais 10% de redução e em 1983 mais 10%, perfazendo 25% de redução dos 30% requisitados pelos *supply siders*⁹. A corrente do *Big Business* consegue que o governo acelere o prazo da depreciação dos ativos fixos e, em 1983 o lançamento do Programa *Star Wars*¹⁰, um ambicioso plano estratégico-militar para a Guerra Fria sanciona o *lobby* da indústria bélica americana. Obviamente este programa bélico demandou um grande esforço fiscal dos EUA, o que debilitou ainda mais as contas públicas norte americanas, já pressionadas pela renúncia fiscal dos cortes no imposto de renda. Os conservadores, por sua vez, conseguiram realizar diversos cortes de gastos em programas sociais considerados pouco efetivos, na direção da redução do déficit público. Suas projeções apontavam para um aumento do déficit durante os anos de 1981 e 1982 devido à renúncia fiscal e em 1983 pelo lançamento do *Star Wars*. Para

⁷ *Ibidem.*

⁸ *Ibidem.*

⁹ *Ibidem.*

¹⁰ *Ibidem.*

1984, contudo, ano das eleições presidenciais, haveria um equilíbrio das finanças públicas¹¹, resultado dos efeitos dos cortes já feitos e da retomada da economia.

As medidas contraproducentes dentro do *reagonomics*¹² levaram à abertura do déficit público na década de oitenta, como podemos observar na tabela 1. O corte nos impostos não teve o efeito esperado sobre os investimentos. Apesar da retomada da economia já no último trimestre de 1982, o déficit não diminuiu, ao contrário, subiu de 2,7% do PNB em 1980, ano de recessão nos EUA, para 6,1% do PNB em 1983, ano do lançamento do *Star Wars* e permanecendo em patamar semelhante até 1986.

Concomitantemente, o déficit no balanço comercial explode, como podemos observar na tabela 1. Isso se deve à retomada de 1983/1984, baseada no aumento do consumo agregado, resultado dos cortes do imposto de renda e da política monetária cujo fulcro era o dólar forte.

Em 1982 a política monetária americana se flexibiliza devido a uma percepção de risco financeiro iminente, sem contudo eliminar o diferencial das taxas de juros em relação aos outros países do capitalismo avançado. Vale dizer, o choque das taxas de juros americanos estavam estrangulando a economia internacional e havia a possibilidade de crise financeira. A política monetária menos restritiva leva já no último trimestre ano de 1982 à retomada do crescimento. Em 1983, o produto americano cresce 4%. Em 1984 a economia entra em *boom* e o produto cresce 7%, uma taxa muito acima da média dos anos anteriores, como podemos observar na tabela 1.

¹¹ *Ibidem*.

¹² Maneira pela qual ficou conhecida a política econômica dos EUA nos anos oitenta. *Ibidem*.

Tabela 1:

Saldo comercial, déficit público e crescimento na década de 1980

	Saldo comercial (em US\$ bilhões)	Déficit público (em % PNB)	Crescimento (em % do PNB)
1980	-14,9	-2,7	-0,3
1981	-15,0	-2,6	2,3
1982	-20,5	-4,0	-2,1
1983	-51,7	-6,1	4,0
1984	-102,0	-4,9	7,0
1985	-114,2	-5,2	3,6
1986	-131,5	-5,1	3,1
1987	-142,1	-3,3	2,9
1988	-106,1	-3,1	3,8
1989	-80,4	-2,8	3,4
Média	-77,8	-4,0	2,8
Acumulado	-778,4	-	31,1

Fonte: *Economic Report of the President 1999*

O resultado da política monetária americana de 1981 a 1985 foi uma apreciação em mais de 50% do dólar em relação às outras divisas internacionais¹³, o que explica em parte a abertura do déficit comercial. Neste mesmo período, os investidores japoneses compram muitos títulos da dívida americana, tornando-se os maiores credores dos americanos no mundo. A apreciação e as altas taxas de juros permitiam um duplo ganho aos investidores estrangeiros: por um lado os juros americanos eram mais altos que os europeus e

¹³ Ver *Economic Report of the President 1999*

japoneses, por outro lado, a tendência à apreciação do dólar no longo prazo determinava um ganho cambial para os investimentos de portfolio. Neste período tanto o Japão quanto a Europa foram obrigados a subir as suas taxas de juros de forma sincronizada. A ingerência indireta americana¹⁴ nas políticas monetárias destes países levaram a grande pressão pelo fim da apreciação que atingiu o seu ápice em fevereiro de 1985.

De 1985 a 1987 o dólar se depreciava em cerca de 50% em relação ao iene. A pretensão japonesa de se tornar o banco do mundo caiu por terra. Os títulos comprados pelos japoneses junto aos americanos perderam quase a metade de seu valor real. A política sugerida pelos japoneses acabou por detonar um ajuste do sistema financeiro que até hoje está sendo assimilado. O mau desempenho japonês na década de noventa é em grande parte atribuído à depreciação da segunda metade da década de oitenta. A depreciação do dólar, contudo, intensificou um outro movimento dos japoneses em direção à economia norte americana: O *Endaka*, a compra massiva de ativos reais americanos, muito baratos devido a depreciação do dólar. O ícone deste movimento foi a compra do Rockefeller Center pelos japoneses. Esse movimento é em parte reflexo do ajuste do excesso de liquidez da economia japonesa supra mencionado.

Em outubro de 1987 a Bolsa de Valores de Nova York, tem um *crash*. O *FED* – *Federal Reserve*, o banco central norte americano –, já sob a presidência de Alan Greenspan, intervém e garante a liquidez do sistema financeiro americano¹⁵, minimizando o risco de quebra dos bancos, fortemente alavancados nas ações.

Assim, os EUA chegam ao fim da década de oitenta sem consolidar a retomada da hegemonia, iniciada com a política de Paul Volcker. Esta retomada, cada vez mais era contestada pelo iene e pelo marco alemão, como observamos na descrição acima contida. Se na década de setenta os EUA tiveram seu poderio

¹⁴ Conforme TAVARES (1986) o centro dinâmico do capitalismo teve que sincronizar o ajuste segundo os interesses do FED.

¹⁵ Ver PRESSER (1988)

econômico contestado pela primeira vez no pós-guerra, na década de oitenta esta contestação recrudescer, seja pelo movimento japonês no sentido de tornar-se o novo banco do mundo, seja pela compra massiva de ativos americanos nos anos de 1985 a 1987. Para a década de noventa esperava-se dois movimentos que selariam a sorte da hegemonia norte americana:

- i) Predomínio japonês do novo paradigma tecnológico¹⁶ (a microeletrônica), o que dinamizaria ainda mais a máquina japonesa, que àquele ritmo sobrepujaria a americana em pouco tempo;
- ii) A criação da moeda única europeia fortaleceria o espaço europeu e redesenharia a nova ordem mundial, com o pólo europeu reforçado e competindo em nível de igualdade com os EUA.

Para completar o cenário de perspectiva decadente¹⁷, a economia norte americana adentra a década de noventa em marcha lenta e, já em 1991, entra em recessão. Chegamos, então, ao ponto nevrálgico da monografia: entender os determinantes da inflexão da economia norte americana e como a partir daí ela avança até o fim da década de noventa.

Para tanto, dividiremos a monografia em dois capítulos, como dissemos anteriormente, um sobre a política econômica e outro sobre os gastos privados e o mercado de capitais norte americano.

O estudo da política econômica deverá ser subdividido em três partes, quais sejam: as políticas fiscal, monetária e cambial. A política fiscal terá a função de mostrar como este item da política econômica se comportou e qual a sua importância para o ciclo de mais de nove anos contínuos de crescimento. Na década de oitenta o déficit público era crescente e estava se tornando um problema de grande prioridade para os *policy makers* americanos, como já vimos anteriormente. No começo da década de noventa foi elaborado um programa de redução paulatina e sustentada do déficit público. Contudo, as metas de superávit

¹⁶ Ver DOSI (1995).

fiscal foram antecipadas em mais de cinco anos. É importante entender como este movimento foi possível sem grandes cortes nas despesas e sem aumentos relevantes dos impostos, e qual a sua importância para o desempenho da economia na década.

A política monetária, por sua vez, é a mais emblemática do triunfo americano na retomada da hegemonia. Também neste item houve reversão das expectativas na década de noventa. O baque financeiro japonês (e a consequente recessão) impossibilitou que o iene se tornasse a moeda hegemônica do mundo. O Tratado de Maastrich, que orientou a convergência das políticas fiscal e monetária européias foi bem sucedido, mas a sua austeridade germânica no que toca aos fundamentos da economia, fez com que o crescimento europeu se arrefecesse. Se a moeda é o reflexo monetário da pujança produtiva, o euro foi vítima de uma gênese modesta em crescimento econômico. O dólar, em contrapartida, continuou a ser a moeda hegemônica, com um agravante: com a globalização seu poder foi aumentado. Não bastasse ser a principal divisa internacional, agora o dólar se tornou unidade real de valor, vale dizer, ele é a âncora de diversos planos de estabilização de preços pelo mundo. O *FED* tornou-se um *lender of last resort* informal do mundo, além de ter papel destacado na formação da taxa de juros internacional, sendo os *T-bonds* (títulos do tesouro americano com vencimento em trinta anos) os títulos de maior confiança do mundo. Tanto na crise mexicana de 1994, quanto na asiática de 1997 e na brasileira de 1999, a fuga dos capitais especulativos aplicados nestes mercados para os *T-bonds* representou a fuga para a qualidade. Destarte, entender os passos da política monetária será instrumento valioso na elaboração das hipóteses de crescimento americano para esta década.

Já a política cambial americana é um desdobramento da política monetária pelo fato de o dólar ser uma moeda internacionalmente aceita. Vale dizer, a política de aceitação do dólar tem muito mais um aspecto monetário que cambial do ponto de vista americano. Não obstante seu papel subordinado à política

¹⁷ Ver PRESSER (1990).

monetária, o seu estudo será subsídio para entendermos os fluxos do comércio internacional, além dos movimentos de *hedge* cambial.

Observar os gastos privados na sua acepção mais ampla (consumo, investimento e exportações líquidas) completará a análise da economia. Segmentar os gastos privados será útil para podermos avaliar quais são as tendências da estrutura produtiva, em modificação acelerada devido às inovações da microeletrônica e microinformática. O consumo agregado é importante para a avaliação e quantificação da propensão marginal a consumir e as derivações deste conceito. O investimento dará a real magnitude da reestruturação produtiva, e a sua análise qualitativa permitirá entender em que bases está se assentando o novo paradigma tecnológico. As exportações líquidas são uma das interfaces da economia norte americana com o resto do mundo. Uma economia que importa mais de US\$ 1 trilhão de dólares por ano e que está em expansão tem grande importância no andamento da economia mundial. Entender como está sendo gasta a riqueza produzida pelos EUA, segundo componente de gasto, é condição *sine qua non* para podermos entender o desempenho da economia nesta década. O mercado financeiro americano é o componente privado de financiamento da economia. O próprio Alan Greenspan já se mostrou preocupado com a exuberância irracional das bolsas de valores. O fato é que o dinamismo deste mercado explica em parte o desempenho da economia neste fim de milênio: as famílias aplicam as suas economias em ações e se endividam (assim como as empresas) dando como garantias estas mesmas ações. Enquanto a bolha especulativa não estourar o ciclo será virtuoso, vide o caso da valorização das empresas de alta tecnologia. Mas há o perigo iminente de uma correção brusca do preço das ações (já bastante descolados da realidade) e conseqüente colapso financeiro internacional.

Por fim, a conclusão será a síntese dos argumentos expostos nos dois capítulos, tentando amarrar os movimentos do lado público da economia com a sua contrapartida privada. O crescimento não é função isolada do lado público da economia ou do lado privado, e sim uma função reflexa dos dois componentes que

explicam concomitantemente o desempenho americano nesta década em que o centro dinâmico do capitalismo sofreu com a falta de dinamismo.

Tabela 2:

Taxa de crescimento ano a ano, crescimento acumulado e média anual de crescimento dos países industrializados na década de noventa

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*	Acumulado	Média
EUA	1,2	-0,9	2,7	2,3	3,5	2,3	3,4	3,9	3,5	4,2	29,3	2,6
Japão	5,1	3,8	1,0	0,3	0,6	1,5	3,9	0,8	-2,5	0,2	15,5	1,5
Alemanha	5,7	5,0	2,2	-1,2	2,7	1,2	1,3	2,2	2,6	1,4	25,4	2,3
França	2,5	0,8	1,2	-1,3	2,8	2,1	1,6	2,3	3,1	2,9	19,4	1,8
Itália	2,2	1,1	0,6	-1,2	2,2	2,9	0,7	1,5	2,1	1,4	14,3	1,4
Inglaterra	0,4	-2,0	-0,5	2,1	4,3	2,7	2,2	3,4	2,3	2,1	18,2	1,7
Canadá	0,3	-1,9	0,9	2,5	3,9	2,2	1,2	3,7	3,0	4,6	22,2	2,1

Fonte: *Economic Report of the President* 1999

* Fonte: site da OCDE na internet: "www.ocde.org/std/gdp.htm"

Como podemos observar na tabela 2, a economia norte americana cresce a uma média superior à dos países do centro dinâmico do capitalismo e o crescimento acumulado na década é o maior entre os países do G7. Entretanto, o crescimento nesta década foi menor que o da década de oitenta (vide tabela 1), uma década de turbulências e de contestação à hegemonia norte americana. Não obstante o ritmo mais lento, a hegemonia parece estar consolidada. O mundo todo olha para os EUA e vêem nos destinos da locomotiva o seu destino. Tanto a Europa quanto Japão e sudeste asiático têm superávits comerciais importantes com os EUA e um arrefecimento da economia norte americana pode inviabilizar este importante componente de expansão econômica. Vale dizer, se os EUA diminuïrem suas importações a situação japonesa fica ainda mais complicada. A economia japonesa mergulhada na armadilha da liquidez¹⁸ tem no superávit

¹⁸ A economia japonesa tem taxa de juros nominais de 0,01% a.a. (vide FSP, Caderno Dinheiro, 30/07/2000, p.2) e ainda assim não consegue crescer. É o caso keynesiano de armadilha da liquidez. Ver KEYNES (1983), KRUGMAN (1998) e KREGEL (2000).

comercial com os EUA uma das perspectivas de longo prazo. O resto do mundo teme uma política agressiva de alta dos juros americanos e a repatriação de capitais especulativos dela decorrente. Se o *soft landing*¹⁹ não funcionar, pode haver uma alta agressiva de juros, que nos levaria à situação parecida com o fim dos anos setenta e eclosão de uma nova crise dos juros internacionais.

Já os *policy makers* americanos acreditam que este longo período de crescimento – o mais longo em tempos de paz – pode gerar inflação, apesar de seu caráter menos intenso que no passado próximo. A taxa de desemprego está em torno de 4,1%²⁰, a menor em trinta anos. A queda no desemprego estaria forçando uma alta dos salários reais, talvez não absorvível pela alta na produtividade (vide tabela 3). Este não seria o único ponto de estrangulamento. A capacidade de utilização das plantas industriais está em torno de 82%, levemente superior à média histórica²¹.

Embora a taxa de desemprego esteja baixa e a utilização das plantas esteja no limite histórico, a taxa de inflação não ultrapassou os 3,5% a.a., com exceção do ano de 1990. Este é mais um dos aspectos a ser analisado na monografia: os reais pontos de estrangulamento produtivo americano.

¹⁹ Nome dado à política de subida dos juros paulatina do *FED* para arrefecer de maneira suave o crescimento americano, sem causar crises, *ceteris paribus*.

²⁰ Ver *Economic Report of the President* 2000.

²¹ *Ibidem*.

Tabela 3:

Varição da Produtividade, Capacidade de utilização da indústria, ^{7x}Varição da inflação e Taxa de desemprego para a década de noventa.

	Varição da produtividade (em %)	Capacidade de utilização da indústria	Varição da inflação (preços aos consumidores)	Taxa de desemprego (em %)
1990	0,7	82,3	6,1	5,6
1991	0,6	79,3	3,1	6,8
1992	3,4	80,3	2,9	7,5
1993	0,1	81,3	2,7	6,9
1994	0,6	83,2	2,7	6,1
1995	0,3	83,4	2,5	5,6
1996	2,7	82,4	3,3	5,4
1997	1,7	82,9	1,7	4,9
1998	2,4	81,9	1,6	4,5
Média	1,4	81,9	3,0	5,9

Fonte: *Economic Report of the President 1999.*

A questão que fica e que se abrirá para o debate é se o crescimento americano nesta década, baixo em relação à média histórica, porém alto se comparado com seus pares do centro dinâmico, é uma tendência duradoura e sustentada ou se é apenas um ciclo na iminência de acabar, tal como o dos anos oitenta, que se esgotou com a reestruturação dos programas bélico e espacial. Ainda é cedo para conclusões, mas ao observarmos a tabela acima fica clara uma divisão em três partes desta década de noventa:

- i) 1990/1991: São anos de ajuste e transição das turbulências dos anos oitenta. O ano de 1991 é de recessão. A taxa média de crescimento (0,15% a.a.) é medíocre se comparadas às dos dois outros países da tríade, com atenção para a Alemanha, cujo crescimento médio no biênio foi de 5,4% a.a.;

- ii) 1992-1995: Nestes anos a economia cresce, porém num patamar ainda muito baixo. A média do subperíodo é de 2,7% a.a. Os outros países do centro dinâmico, entretanto, chegam à inflexão e começam o período da falta de dinamismo;
- iii) 1996-1999: O crescimento sobe de patamar na década (média de 3,7% a.a.). Atenção para o último trimestre do ano de 1998 e para o ano de 1999, cujos crescimentos trimestrais anualizados começam a despertar preocupação inflacionária. No último trimestre de 1999 o crescimento anualizado chega a 7,9% a.a.

A divisão acima exposta sugere uma tendência aceleradora do crescimento. A década começou com desempenho sofrível, passou por quatro anos de crescimento abaixo da tendência de longo prazo e nos últimos quatro anos passa a ter taxas de crescimento em aceleração, que na análise dinâmica explicam o baixo desemprego desta década. Deste ponto depreende-se que a investigação tem que ter duas vertentes: uma no sentido de verificar se a teoria da aceleração de fato se aplica, através do exame pormenorizado dos investimentos, e outra que verificará a intensidade, as consequências e o tempo remanescente do ciclo do ponto de vista dos pontos de estrangulamento pela escassez relativa dos fatores de produção. Vale dizer, os EUA estão entrando num movimento de *crowding in* motivado pela elevada propensão marginal a consumir? A política do *FED* de condução a um pouso suave será efetiva? Serão a baixa taxa de desemprego e a capacidade de utilização das plantas industriais reais pontos de estrangulamento, e portanto inflacionários, da economia?

1. A política econômica

1.1 Política fiscal

Neste item pretendemos mostrar o papel da política fiscal no desempenho da economia norte americana nos anos noventa como um todo. A poupança agregada, a questão da dívida pública e a forma como se dá a arrecadação e o dispêndio públicos serão também indicadores da direção desta política como determinante ou não do crescimento. Veremos que a política fiscal norte americana nesta década teve um papel importante, porém a mudança de expectativas dos agentes oriunda do seu sucesso inicial e da aprovação da autoridade monetária²² foram condições *sine qua non* na inflexão da recessão de 1991/1992.

A discussão sobre o resultado fiscal de um governo é de suma importância para o nosso estudo porque se trata em certa medida da formação da poupança agregada do país. Esta é composta pela parte privada e pública. Assim, se há déficit fiscal podemos dizer que o governo está injetando riqueza na economia, uma vez que o seu dispêndio é maior que a sua receita, ou em termos mais criteriosos, diz-se que o governo está despoupando. Em contrapartida, se há superávit, o governo absorve riqueza em maior medida que despende, uma vez que a sua receita em impostos e em ganhos de capital é superior ao seu dispêndio, ou seja, o governo está poupando. A formação da poupança pública influi fortemente na formação da poupança agregada. Esta por sua vez é variável chave para a análise dos investimentos²³, que em última análise são variável-chave para o desempenho da economia.

²² Greenspan elogiou o plano do governo Clinton por tratar-se de “uma proposta séria, seus pressupostos econômicos básicos são plausíveis e apresenta uma série de recomendações detalhadas programa a programa ao invés de apresentar apenas objetivos genéricos.” In BLANCHARD (1999).

²³ Para o *mainstream* a poupança agregada é que precede e determina o nível dos investimentos. Para os keynesianos a poupança é apenas um resíduo da renda que não foi gasta, já que a decisão de investir está muito mais ligada ao estado de confiança dos capitalistas em relação ao retorno do capital que em relação à facilidade ou não de financiamento para os projetos. Mesmo que pensemos da ótica keynesiana, o estudo da poupança será interessante para termos um parâmetro *a posteriori* de como esta sendo gasta a renda gerada. Adicionalmente, o estudo da

A formação da poupança pública, contudo, entra em outro terreno da teoria que pode ser-nos muito útil: a equivalência Barro-Ricardo²⁴. Grosso modo, esta equivalência diz que o déficit governamental financiado através de títulos públicos não altera a propensão a consumir dos agentes, já que estes, sob a ótica das expectativas racionais, são capazes de antecipar os movimentos do governo e sabem que se no primeiro momento o governo toma emprestado para não aumentar impostos, no segundo momento ele terá que honrar estes compromissos e acabará aumentando os impostos ou cortando benefícios, de forma que no longo prazo a renda dos agentes continuará inalterada.

Neste item, esta equivalência será útil para mostrar-mos a dívida pública norte americana como componente de dispêndio futuro (na forma de serviço da dívida) e como a reversão do déficit público a impacta. A poupança pública, ou o superávit orçamentário, é defendida exatamente pela sua capacidade de diminuir a dívida pública e conseqüentemente os juros da economia, no extremo oposto do efeito *crowding out*²⁵.

Há uma crença entre o *mainstream* que o déficit fiscal causa o efeito *crowding out* sobre os investimentos privados. Essa discussão teórica transcende o escopo do trabalho, mas certamente o exame sumário e o cruzamento do nível de investimentos e do resultado operacional do governo gerar-nos-á grandes subsídios para o fim último da monografia, qual seja, explicar o desempenho da economia norte americana durante a década de noventa.

A análise da arrecadação e dos gastos governamentais será utilizada na expectativa de se entender porque a reversão do déficit público não sufocou a economia já que, como dissemos acima, a poupança pública consiste em absorção líquida de recursos pelo governo. Do lado da arrecadação temos que focalizar nas fontes e seu poder de contribuição para o financiamento do Estado

poupança agregada será subsídio para o estudo da política monetária, que será estudada no item 1.2.

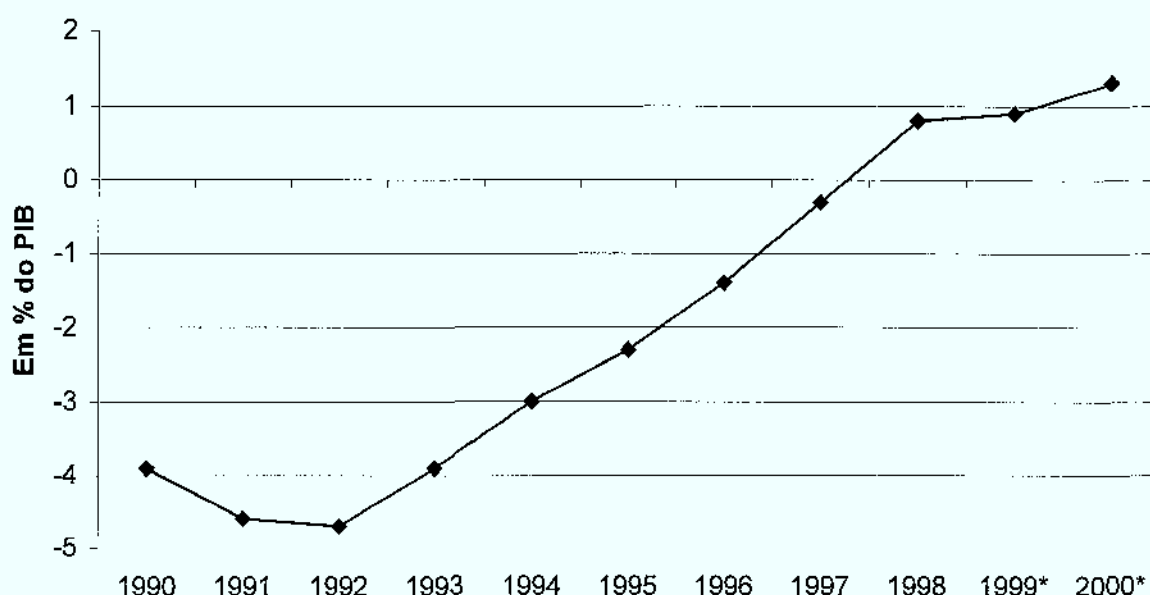
²⁴ Ver DORNBUSCH (1988).

²⁵ *Ibidem*.

americano. Do lado do dispêndio será mister mostrar para onde vão os recursos e em que medida estes estão concentrando ou distribuindo a renda gerada.

Como já dissemos anteriormente, houve uma reversão do persistente déficit público norte americano, que já durava mais de 35 anos, durante os anos noventa, como mostra o gráfico 1.1.1.

Gráfico 1.1.1:
Déficit/Superávit público norte americano nos anos 90



Fonte: Economic Report of the president, 1999

* Estimativas do Departamento do Tesouro e do Escritório de Gerenciamento do Orçamento

No começo da década de noventa, precisamente no ano de 1990, foi elaborado um programa de redução paulatina e sustentada do déficit fiscal americano, chamado de *Budget Law*²⁶. Este programa era embasado mais na diminuição dos dispêndios estatais, mas também contava com um certo aumento da receita. Segundo o *Economic Report of the President* de 1991, o aumento do déficit no inícios dos anos noventa era oriundo dos mecanismos de estabilização automática de renda acionados devido à recessão de 1991. O objetivo final era

diminuir o déficit cortando principalmente os gastos discricionários, cujo nível o Congresso definia ano a ano. A maioria da economia de recursos viria de cortes tais como gastos com defesa nacional. Acreditava-se que estes cortes representariam uma diminuição de aproximadamente 40% do déficit corrente no ano de 1990. Outra expectativa do *Budget Law* era que a racionalização dos recursos destinados aos programas obrigatórios como os de saúde e agricultura diminuíssem em pelo menos 20% o déficit em cinco anos. Do lado das receitas esperava-se que pelo menos US\$ 150 bilhões a mais fossem arrecadados por causa do imposto de renda. Houve um alargamento da faixa de rendimentos médio-altos para que mais pessoas se encaixassem neste estrato. Adicionalmente, as taxas marginais do imposto de renda para altos rendimentos subiria de 28% para 31%. Além disso haveria restrição e listagem das deduções do imposto de renda para pessoas físicas. Esperava-se que um quarto desta receita adicional viesse dos aumentos das taxas incidentes sobre gasolina, álcool e tabaco.

Contudo, o déficit fiscal de 1992 chegou a US\$ 290 bilhões, de tal sorte que em fevereiro de 1993 o governo Clinton lançou um programa de aceleração da redução do déficit público²⁷, que tinha três partes, quais sejam:

- i) redução do déficit de US\$ 20 bilhões em 1994, aumentando ano a ano até chegar a uma redução de US\$ 131 bilhões em 1998. Essa redução acelerada seria conseguida através de um aumento dos impostos sobre a energia e com um aumento de taxaço para os altos rendimentos e com cortes de gastos ainda mais profundos no Departamento de Defesa;
- ii) a segunda parte seria uma política expansiva de curto prazo para reverter a trajetória declinante da economia. Foi lançado um pacote de US\$ 16 bilhões para gastos em infra-estrutura que pudessem ser concluídos no curto prazo. Assim, com um programa que acabasse no curto prazo o governo reforçaria o caráter temporário desta medida;

²⁶ Ver Economic Report of the President, 1991.

- iii) e a terceira parte era exógena à Casa Branca: trata-se do apoio do FED esperado pelo governo com uma política monetária expansionista para viabilizar os esforços da política fiscal em reverter o ciclo;

A tabela 1.1.1 mostra a trajetória das receitas, dos dispêndios, dos déficits/superávits resultantes e do montante da dívida pública como porcentagens do PIB americano nos anos 90. A tabela 1.1.2 mostra as taxas de crescimento em relação aos anos anteriores dos mesmo indicadores e adicionalmente do PIB para o mesmo período. Comparando as duas tabelas podemos observar que o ritmo de correção do desequilíbrio orçamentário do governo é muito mais rápido que os outros. Do ano de 1992 a 1998 o déficit público americano reduziu-se de 4,7% do PIB para 0,8% do PIB de superávit, uma drástica queda de 2000%²⁸ em módulo. Comparativamente, o crescimento do PIB acumulado no período foi de 19,5%. Obviamente a magnitude dos indicadores é muito diferente e por conseguinte a sua discrepância é assim justificada. Contudo, a nota interessante desta comparação é ver que mesmo com uma redução drástica do déficit o PIB não respondeu de forma acentuada, ao contrário, cresceu abaixo da tendência de longo prazo, como indicado na introdução desta monografia.

Daqui se depreende uma conclusão: o ajuste fiscal americano não influiu de forma decisiva na retomada do crescimento econômico. O índice de correlação entre a taxa de crescimento do PIB e do déficit/superávit foi de -0,36. Vale dizer, para cada dólar adicional na capacidade de produção de riqueza, apenas US\$ 0,36 vieram de forma direta ou indireta da política fiscal. Assim, como vemos, a política fiscal teve um papel relevante, mas não decisivo porque não houve grandes variações nas receitas ou dispêndios. A credibilidade do governo Clinton ao anunciar o plano, inclusive com a simpatia da autoridade monetária, mudou o estado de confiança dos agentes econômicos norte americanos. O aumento na confiança na economia por parte dos agentes privados, que daquele momento em diante viram austeridade do governo no

²⁷ Ver BLANCHARD (1999).

combate a um problema crônico é que foi o fator determinante na mudança do ciclo, como veremos de forma mais detida no item 2.1.

Tabela 2.1:

Receitas, Dispendios, Superávit/Déficit e Dívida Pública como porcentagem do PIB americano nos anos 90

	Receitas	Dispendios	Superávit/ Déficit	Dívida pública
1990	18,2	22,0	-3,8	56,4
1991	18,0	22,6	-4,6	61,4
1992	17,8	22,5	-4,7	65,1
1993	17,8	21,8	-4,0	67,2
1994	18,4	21,4	-3,0	67,8
1995	18,8	21,1	-2,3	68,4
1996	19,2	20,7	-1,5	68,6
1997	19,7	20,0	-0,3	67,2
1998	20,5	19,7	0,8	65,2
1999*	20,6	19,7	0,9	64,2
2000*	20,7	19,4	1,3	62,7

Fonte: Economic Report of the President, 1999

* Estimativas do Departamento do Tesouro e do Escritório de Gerenciamento do Orçamento

Tabela 2.2:

Taxa de crescimento em relação ao ano anterior

	Receitas	Despesas	Superávit/ Déficit	Dívida Pública	PNB
1990	-1,6%	2,8%	31,0%	5,2%	1,2%
1991	-1,1%	2,7%	21,1%	8,9%	-0,9%
1992	-1,1%	-0,4%	2,2%	6,0%	2,7%
1993	0,0%	-3,1%	-14,9%	3,2%	2,3%
1994	3,4%	-1,8%	-25,0%	0,9%	3,5%
1995	2,2%	-1,4%	-23,3%	0,9%	2,3%
1996	2,1%	-1,9%	-34,8%	0,3%	3,4%
1997	2,6%	-3,4%	-80,0%	-2,0%	3,9%
1998	4,1%	-1,5%	-366,7%	-3,0%	3,5%
1999*	0,5%	0,0%	12,5%	-1,5%	4,1%
2000*	0,5%	-1,5%	44,4%	-2,3%	-

Fonte: Economic Report of the President, 1999

Elaboração própria

* Estimativas do Departamento do Tesouro e do Escritório de Gerenciamento do Orçamento

²⁸ Obviamente o déficit americano não se reduziu em 2000% e sim a taxa de déficit em relação ao PIB.

Em termos mais criteriosos podemos dizer que o esforço do governo em aumentar a poupança agregada, através da redução do dispêndio público não foi efetivo no crescimento da economia. A análise dos investimentos, que se dará no item 2.2, partirá deste ponto e fará a contraposição destes contra a poupança agregada. O superávit fiscal, ou poupança pública, deveria incidir diretamente sobre os investimentos:

- i) para o *mainstream* a saída do Estado e sua presença benigna (como formador de poupança agregada) deveria fomentar os investimentos privados, necessariamente mais abundantes dada a maior disponibilidade de recursos financeiros para a sua implantação;
- ii) para os keynesianos a poupança pública tem papel diametralmente oposto, qual seja, ao retirar da economia mais riqueza que insere, o Estado acaba tolhendo um dos importantes componentes de gasto das contas nacionais, os gastos governamentais. Com a diminuição dos gastos agregados (fortemente influenciados pelos gastos públicos), o efeito multiplicador dos investimentos²⁹ diminui.

Já a dívida pública teve um papel ainda menos relevante em relação ao déficit fiscal americano nos anos noventa, se olharmos para a tabela 1.1.1. O índice de correlação entre dívida pública em percentual do PIB e do resultado fiscal do governo foi de 0,15. Vale dizer, para cada dólar em déficit do governo americano, a dívida pública só aumentou US\$ 0,15. Daqui se depreende que embora ela tenha sido utilizada para parte do financiamento do déficit, ela não cresceu (ou diminuiu) única e exclusivamente em função do resultado fiscal do governo. As manobras monetárias devem ter sido responsáveis pelo grosso do movimento da dívida, como veremos no item 1.2.

O aumento da poupança pública, contudo, surtiu efeito no que toca à diminuição da parcela da dívida pública em relação ao PIB, como observamos na tabela 1.1.1. A poupança privada foi deslocada para outras aplicações que não

títulos do governo a partir do momento em que este começou a implantar o *Budget Law* em virtude dos decrescentes déficits. Há fortes indícios para acreditar que estes recursos acabaram em formas alternativas de aplicações financeiras, tais como o mercado de capitais, tema a ser estudado no item 2.2. Se esta suposição estiver correta, então observamos que o esforço do governo em poupar ao invés de impactar diretamente os investimentos acabou por dinamizar as bolsas de valores.

²⁹ Vide DORNBUSCH (1988).

1.2 Política Monetária e Mercado de Capitais

Para entendermos a política monetária americana dos anos noventa, temos que voltar rapidamente aos anos oitenta. A década dos oitenta foi, sem dúvidas, uma década de sobressaltos nos mercados financeiros globais. Em 1980, por causa da segunda crise do petróleo (1979), os EUA aumentaram as taxas de juros na tentativa de corrigir os desequilíbrios da economia, como já discutido na introdução desta monografia. Em 1982, com a moratória mexicana este movimento se recrudesce, e as taxas de juros sobem ainda mais. Em 1987, há o *crash* na Bolsa de Nova Iorque e uma vez mais o FED intervém, desta vez através de política monetária expansiva, atenuando a crise instalada. Podemos ver a oscilação das taxas de juros nos anos oitenta na tabela 1.2.1.

Tabela 1.2.1:

Média ponderada da taxa de juros anual	
1980	13,4%
1981	16,4%
1982	12,2%
1983	9,1%
1984	10,2%
1985	8,1%
1986	6,8%
1987	6,7%
1988	7,6%
1989	9,2%

Fonte: <http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data/a/fedfund.txt>

Depois de uma década cheia de percalços como esta, os agentes econômicos (tanto os emprestadores quanto os tomadores de empréstimo) norte americanos precaveram-se tomando posições mais conservadoras. A formação das expectativas para a década de noventa foi contaminada pelas oscilações dos anos oitenta.

Uma vez entendido o contexto histórico em que foram formadas as expectativas dos agentes econômicos norte americanos, resta-nos agora investigar o papel da política monetária nos anos noventa no desempenho da economia norte americana.

A década se iniciou com altas taxas de juros e com um montante de crédito para consumo crescendo a taxas reduzidas, inclusive com redução deste montante em 1991, como podemos ver na tabela 1.2.2.

Tabela 1.2.2:

	Crédito para consumo (US\$ bi)	Taxa de Variação do Crédito (em relação ao ano anterior)	Taxa de Variação do PIB (em relação ao ano anterior)	Taxa de juros*
1989	779,0	-	-	9,2%
1990	789,3	1,3%	1,2%	8,1%
1991	777,2	-1,5%	-0,9%	5,7%
1992	779,9	0,3%	2,7%	3,5%
1993	839,1	7,6%	2,3%	3,0%
1994	960,7	14,5%	3,5%	4,2%
1995	1.095,7	14,1%	2,3%	5,8%
1996	1.181,9	7,9%	3,4%	5,3%
1997	1.233,1	4,3%	3,9%	5,5%
1998	1.301,1	5,5%	3,5%	5,4%

Fonte: Economic Report of the President, 1999

* <http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data/a/fedfund.txt>

Quando calculamos a taxa de correlação entre a taxa de crescimento do montante de crédito ao consumo e a taxa de juros, obtemos um número pouco expressivo (-0,2209). Isso significa a variação do montante de crédito está apenas 22% ligada à variação das taxas de juros. Daqui se depreende uma observação importante: tal como dissemos acima, são as expectativas dos agentes é que determinam o montante de crédito requerido, e concedido.

Nos primeiros anos da década observamos que mesmo com a queda das taxas de juros o crédito ao consumo não sobe. Segundo Cantor (1993):

"Monetary policy, in contrast, eased throughout this period, reducing short-term rates substantially. (...) Banks, coping their own problems, maintained very wide net interest rate margins even as monetary policy eased. Hence the difficulties experienced by the financial intermediaries in recent years may have reduced the effectiveness of monetary policy by blocking the 'credit channel.'" (p.17)

Destarte, observamos que a política monetária tem um efeito rápido e eficaz quando restritiva, mas quando a ênfase se inverte e se quer que seja expansionista, seu efeito é demorado e depende das instituições financeiras para chegar ao grande público.

Esse conservadorismo dos bancos gera outro efeito que vale a pena ser analisado: a formação de reservas para possível inadimplência. A formação destas reservas, além do custo de oportunidade para os bancos, representa um custo real na obtenção de crédito ao consumidor final. Por ficar parado, este montante diminui a massa total de moeda que seria destinada ao crédito. Pelo princípio da escassez, se há menos dinheiro em circulação na economia o seu custo aumenta. Num período de incertezas e expectativas pessimistas como no começo da década, o aumento destas reservas representou um aperto considerável no crédito.

Obviamente, o aperto no crédito teve diferentes intensidades para diferentes agentes. Neste contexto, as agências de classificação de risco para empreendimentos ganharam muita importância. A classificação dos diferentes riscos gerou um adicional de custos financeiros à medida em que a percepção de risco das agências para uma empresa aumentava. Assim, os empréstimos se segmentaram e se concentraram apenas aos bons pagadores, como podemos ver na tabela 1.2.3. O gráfico 1.2.1 mostra a relutância em estender por tempo o crédito em tempo e recessão:

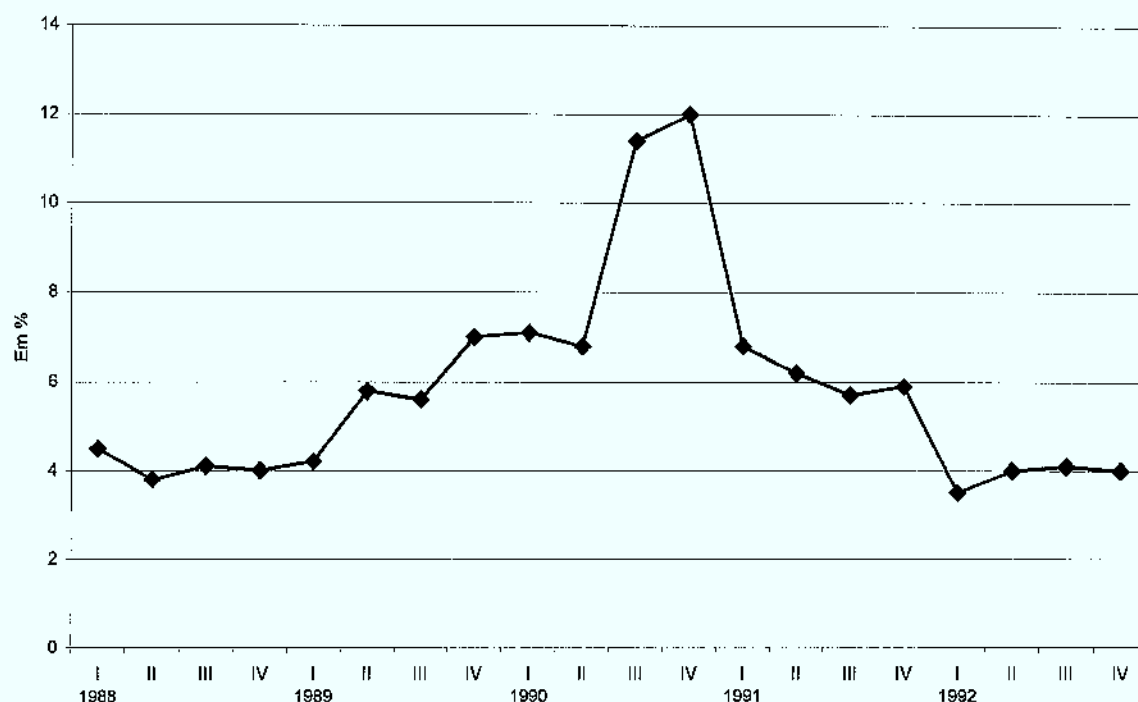
Tabela 1.2.3:

	Empréstimos totais (US\$.000)	rated B ou mais baixo	
	(A)	(B)	(A)/(B)
1987	211.637	17.545	8,3%
1988	255.089	17.810	7,0%
1989	281.881	19.604	7,0%
1990	303.548	17.504	5,8%
1991	334.965	16.502	4,9%

Fonte: Conning And Company; Federal Reserve of New Yor estimates

Gráfico 1.2.1:

Porcentagem de empréstimos concedidos para corporações de grande porte com mais de 10 anos de prazo



Fonte: Morgan Stanley, in CANTOR (1993)

Novamente pelo princípio da escassez, se os empréstimos se segmentaram como já vimos acima, fica fácil depreender que as empresas classificadas como potenciais más pagadoras tinham que arcar com taxas de juros mais altas, arcando portanto com dois custos da recessão:

- i) a queda de receitas pela diminuição da geração de riqueza;
- ii) o aumento dos encargos financeiros oriundos da crise de confiança;

E neste sentido, quanto mais se tivesse a percepção que este é um círculo vicioso, mais complicada ficava a situação das empresas. Era difícil conseguir crédito porque sua capacidade de pagar era reduzida, por outro lado, as receitas, fonte alternativa de recurso para aumentar o capital, estavam em queda por causa da queda do consumo vindo da recessão.

A partir de 1993, depois do programa de redução do déficit público anunciado pelo governo Clinton e pela sua aprovação pelo FED, como já vimos no item 1.1, os agentes tiveram a percepção de que a economia estava entrando num novo ciclo de crescimento. O ponto de inflexão que marca isso é a taxa de variação do crédito ao consumo que cresce muito mais rápido que o PIB, como podemos observar na tabela 1.2.1 a partir de 1993, vale dizer, o montante de financiamento dedicado ao consumo cresceu mais rápido que a geração de riqueza, corroborando a hipótese de que as expectativas são o determinante para a expansão do crédito.

Como já dissemos no item 1.1, o FED apoiou o programa econômico do governo Clinton e, a partir de 1993 até os presentes dias a taxa de juros reais sempre ficou abaixo dos 4%a.a., como mostramos na tabela 1.2.4, relativamente baixo se comparado aos anos iniciais da década de oitenta (tabela 1.2.5).

Tabela 1.2.4:

	Taxa de inflação*	Taxa de juros**	Taxa de juros reais***
1990	6,1%	8,1%	2,0%
1991	3,1%	5,7%	2,6%
1992	2,9%	3,5%	0,6%
1993	2,7%	3,0%	0,3%
1994	2,7%	4,2%	1,5%
1995	2,5%	5,8%	3,3%
1996	3,3%	5,3%	2,0%
1997	1,7%	5,5%	3,8%
1998	1,6%	5,4%	3,8%
1999	3,0%	5,0%	2,0%
<i>média</i>	3,0%	5,1%	2,2%

Fonte: * Economic Report of the president, 1999
 ** <http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data/a/fedfund.txt>
 *** Elaboração própria

Tabela 1.2.5:

	Taxa de inflação*	Taxa de juros**	Taxa de juros reais***
1980	13,5%	13,4%	-0,1%
1981	10,3%	16,4%	6,1%
1982	6,2%	12,2%	6,1%
1983	3,2%	9,1%	5,9%
1984	4,3%	10,2%	5,9%
1985	3,6%	8,1%	4,5%
1986	1,9%	6,8%	4,9%
1987	3,6%	6,7%	3,0%
1988	4,1%	7,6%	3,4%
1989	4,8%	9,2%	4,4%
<i>média</i>	5,6%	10,0%	4,4%

Fonte: * Economic Report of the president, 1999

** <http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data/a/fedfund.txt>

*** Elaboração própria

Com as taxas de juros reais mais baixas, com o estímulo dado pela política fiscal, já discutida no item 1.1, a economia voltou a crescer, ainda que lentamente nos primeiros anos. A estabilidade da política econômica vinda a partir da reversão das expectativas pessimistas permitiu que um efeito já presente nos anos oitenta aumentasse nos anos noventa: a substituição de ativos reais por ativos financeiros na composição da riqueza dos agentes. Belluzzo dá números precisos à esta inversão:

"As famílias americanas (de renda média para cima) passaram a administrar carteiras de títulos e ações, quer diretamente, quer por meio de fundos de investimentos, de pensão e de seguro. O patrimônio típico de uma família de renda média nos EUA inclui hoje ativos financeiros em proporção maior do que imóveis e bens duráveis (70% contra 30%), em contraste com o padrão que prevalecia até a década de 70. (...) A "acumulação" de ativos financeiros ganhou caráter permanente na gestão da riqueza capitalista." FSP (14/01/2001, p. B2)

E se por um lado o pessimismo é intenso e complica as relações capitalistas no momento de baixa do ciclo, por outro lado o otimismo é também forte no período de alta. Novamente buscando apoio nas palavras de Belluzzo:

"(...) o atual 'ciclo americano' foi impulsionado por uma peculiar combinação entre expansão de crédito, entrada de capitais com valorização cambial e subida espetacular do preços das ações." FSP (14/01/2001, p. B2)

A alta dos preços das ações tem três efeitos principais na atividade econômica:

- i) intensifica o gasto das famílias que se sentem mais ricas³⁰, já que o seu patrimônio cresceu;
- ii) aumenta o valor de mercado das empresas, fazendo com que a sua capacidade de endividamento aumente, já que aumenta o seu patrimônio;
- iii) diminuem os custos financeiros, já que a classificação de riscos pelas agências melhora durante a fase ascendente do ciclo;

Em decorrência destes três efeitos, as empresas investem ainda mais, tanto em nova capacidade produtiva, já que o consumo agregado está aumentando, como discutiremos no item 2.1, como em fusões e aquisições para ganhar produtividade. O efeito acelerador do investimento causado pelo *boom* econômico e pelo mercado de ativos foi o responsável pelo aumento mais rápido do crédito concedido ao consumo do que o crescimento do PIB, como pudemos ver na tabela 1.2.2.

A este respeito Belluzzo escreveu:

" O "déficit" do setor privado chega a 7% do PIB, enquanto o governo e o setor externo acumulam superávits de 2,5% e 4,5%, respectivamente. A dívida do setor privado não financeiro, no final de 2000, atingiu US\$ 14,6 trilhões, para um PIB de US\$ 10 trilhões." FSP (14/01/2001, p. B2)

O perigo maior deste alavancamento do endividamento é uma queda brusca do valor dos ativos. Além de representar uma queda direta no patrimônio

³⁰ Ver NOGUEIRA (1998).

dos agentes, estes se sentirão compelidos a vender seus ativos financeiros para recompor um nível mínimo de liquidez monetária em seu poder, o que o mercado financeiro chama de "realizar lucros". As empresas por sua vez, verão as garantias de suas dívidas diminuírem e os custos financeiros aumentarem, já que relação dívida/capital próprio aumentará e seu *rating*, dado pelas agências de risco, diminuirá e na renegociação dos encargos financeiros garantias maiores serão requeridas.

Por conseguinte, observamos que a política monetária dos EUA nos anos noventa foi articulada com a política fiscal para que se tirasse o país da recessão de 90/91. A autoridade monetária, apesar de ser independente do governo federal, sancionou as ações do governo e "jogou a favor" naquilo que pôde: taxas de juros reais baixas, sem choques, e até atuou junto à opinião pública elogiando de forma enfática o programa apresentado para a redução do déficit público,³¹ e trabalhando no sentido de fortalecer o estado de confiança dos agentes nas medidas do governo.

O mercado de ações, por sua vez, foi um desdobramento privado no sistema de financiamento da economia. Em certo sentido podemos afirmar que ele está atuando como instrumento de mudança cultural da família norte americana. Num contexto em que a política monetária não teve grandes choques e que a economia crescia, as bolsas de valores tiveram desempenho excepcional, a ponto de vários autores e mesmo o próprio Alan Greenspan alertarem para "exuberância irracional" do mercado de capitais.

³¹ Vide item 1.1

2. As componentes privadas do gasto

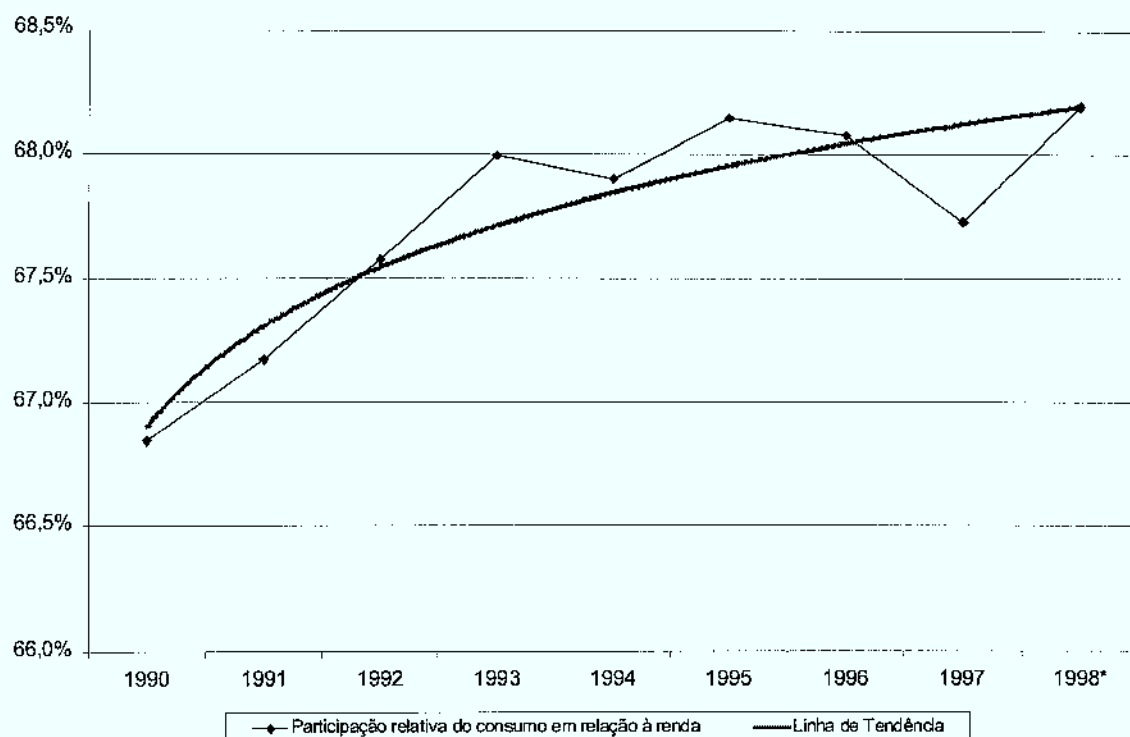
2.1 Consumo, exportações líquidas e câmbio

O consumo é o componente de gasto de maior magnitude das grandezas agregadas da economia. O seu estudo é especialmente importante pelo movimento de intensificação da sua participação relativa no total dos componentes de gasto da renda gerada na economia na década de noventa. As circunstâncias favoráveis na geração da riqueza e o estado de confiança dos agentes na duração do ciclo de crescimento dos anos noventa impulsionou esta tendência.

Além desta constatação óbvia, desdobram-se duas observações importantes do aumento do consumo agregado enquanto componente de gasto da economia, quais sejam:

- i) as importações americanas bateram sucessivos recordes e continuam crescendo a partir do aumento do consumo agregado americano. A economia americana importa mais de US\$ 1 trilhão por ano, o que causa o efeito transbordamento do crescimento econômico num contexto de economias abertas;
- ii) a maior propensão a consumir dos americanos elevou o multiplicador dos investimentos. Esta elevação colaborou para a sustentação do ciclo e para a autonomização deste componente de gasto em relação à política econômica.

Gráfico 2.1.1: Participação relativa do consumo agregado no total da renda agregada americana nos anos noventa



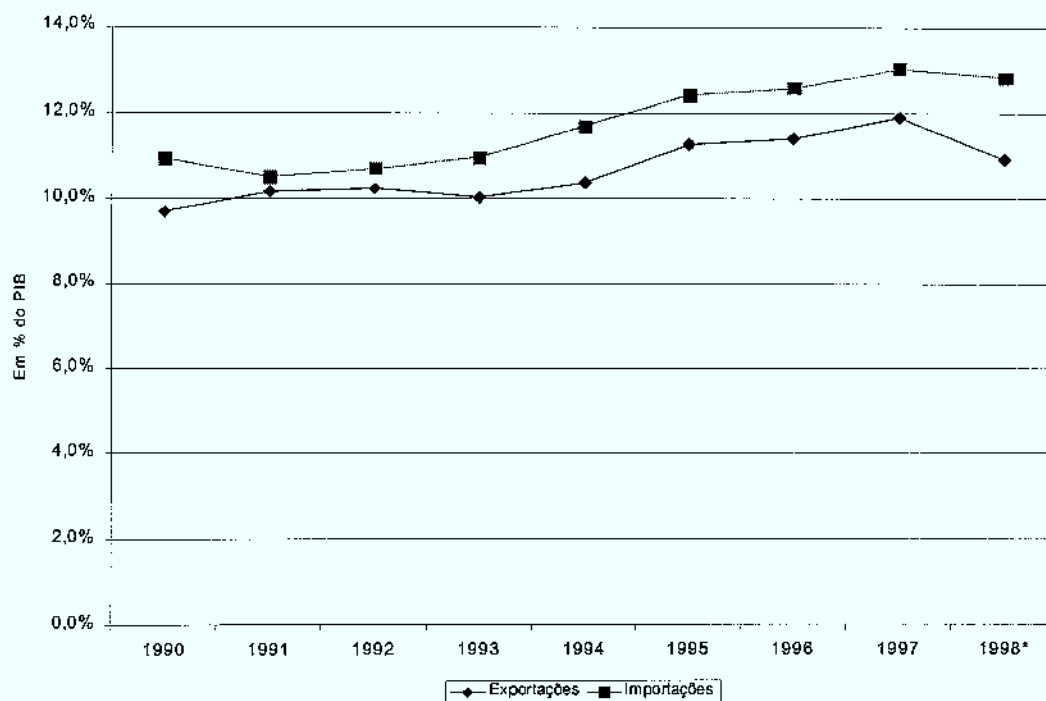
Fonte: Economic Report of the President, 1999

* Dados até o terceiro trimestre

Como podemos observar no gráfico 2.1.1, a participação relativa do consumo agregado americano sai de aproximadamente 66,8% em 1990 para 68,2% em 1998, com uma tendência de alta, como mostra a linha de tendência.

Esse aumento do consumo agravou a situação do balanço de transações correntes da economia (ver tabela 2.1.1). Sob a ótica pública, o responsável por este efeitos foi o dólar forte (ver tabelas 2.1.2 e 2.1.3). Da ótica do gasto privado, podemos ver a deterioração do balanço de transações correntes em virtude do intenso aumento das importações americanas na década de noventa.

Gráfico 2.1.2: Exportações e importações americanas como partes relativas do PIB nos anos noventa



Fonte: Economic Report of the President, 1999

* Dados até o terceiro trimestre

A abertura do déficit em transações correntes americanas pode ser melhor visto através da tabela 2.1.1. O gráfico acima é explicativo para a tabela abaixo: a conta corrente americana se deteriorou porque as importações cresceram mais rapidamente que as exportações.

Tabela 2.1.1: Exportações líquidas americanas nos anos noventa:

Ano	Exportações líquidas (em US\$ bilhões)
1990	-71,3
1991	-20,5
1992	-29,6
1993	-61,0
1994	-90,9
1995	-83,9
1996	-91,2
1997	-93,4
1998*	-165,5

Fonte: Economic Report of the President, 1999

* Dados até o terceiro trimestre

Como podemos ver na tabela 2.1.4, a natureza das importações americanas mostra que apesar do crescimento em todas as categorias, a que tem o maior peso nas importações americanas foi a "Outros", que engloba os bens de consumo não duráveis. Isso significa que os americanos estão cada vez mais importando bens supérfluos.

Tabela 2.1.4: Importações americanas por categoria nos anos noventa

Importações (em US\$ bilhões)					
Ano	Petróleo	Insumos	Bens de capital exceto	Automotivos	Bens
de capital Automotivos	Outros				
1990	62,3	82,9	116,1	88,5	148,6
1991	51,7	81,2	120,8	85,7	151,5
1992	51,6	89,0	134,3	91,8	169,8
1993	51,5	101,0	152,3	102,4	182,3
1994	51,3	113,7	184,4	118,3	201,0
1995	56,2	128,9	221,4	123,3	219,3
1996	72,7	136,7	229,1	128,9	235,9
1997	71,8	145,5	254,2	140,8	265,0
1998*	39,4	114,7	201,5	109,3	219,4

Fonte: Economic Report of the President, 1999

* Dados até o terceiro trimestre

Mas se por uma lado as transações correntes estão deterioradas pelas grandes importações americanas, a venda de serviços representa uma importante receita para as contas externas norte americanas, como podemos ver na tabela 2.1.6. A característica mais notável desta conta é o seu constante ritmo de

crescimento durante a década de noventa.

Durante a década de noventa, os ativos estrangeiros nos EUA cresceram mais rápido que os ativos americanos fora das suas fronteiras, como podemos ver na tabela 2.1.7. Mais um reflexo da força do dólar como fator de atração de investimentos e de transbordamento da riqueza americana.

Por conseguinte, observamos que o consumo agregado cresceu como parcela relativa do PIB na década de noventa. Este crescimento tem como conseqüências o efeito transbordamento da riqueza para o exterior, num contexto de economias abertas, além de aumentar a propensão a consumir, que por sua atua no aumento do efeito multiplicador do investimento.

O aumento mais rápido das importações que exportações causou também o deterioramento das transações correntes. Como vimos, as importações que mais cresceram foram os bens de consumo não-durável, num movimento que caracteriza uma economia pós-industrial como a americana, em que as indústrias poluidoras ou fortes consumidoras de energia são deslocadas para a periferia capitalista. Por seu turno, a economia americana tem se especializado na exportação de serviços, certamente mais intensos em capital intelectual e de maior valor agregado.

2.2 Investimento

O investimento é decerto a conta nacional mais importante para análise. Seja pela sua capacidade multiplicadora³², seja pela mudança estrutural qualitativa que é capaz de conduzir, a análise dos investimentos de uma economia leva a conclusões robustas dos seus rumos e suas tendências.

Nesta monografia não será diferente. Primeiro faremos um exame parecido com o que foi feito no item 2.1, ou seja, quantitativo. A seguir faremos uma breve análise qualitativa, buscando subsídios na política industrial americana para entendermos as trajetórias tecnológicas³³ que este país está tomando.

O investimento, assim como o consumo, ganhou importância relativa na composição PIB, como podemos ver na tabela 2.2.1. Isso se deve principalmente aos cortes nos gastos públicos e aos altos montantes requeridos nos investimentos da indústria de ponta que os EUA vem fazendo.

Tabela 2.2.1

	Investimento		
	Agregado Bruto(em	PIB (em US\$ bi)	
	US\$ bi) (A)	(B)	(A)/(B)
1990	799,7	5.743,8	13,9%
1991	736,2	5.916,7	12,4%
1992	790,4	6.244,4	12,7%
1993	876,2	6.558,1	13,4%
1994	1.007,9	6.947,0	14,5%
1995	1.043,2	7.269,6	14,4%
1996	1.131,9	7.661,6	14,8%
1997	1.256,0	8.110,9	15,5%
1998	1.364,4	8.573,9	15,9%

Fonte: Economic Report of the President, 1999

As estatísticas americanas sempre contam o dispêndio na construção civil como parte do investimento. Na série histórica que obtivemos no Economic Report of the president, notamos que a relação entre o investimento residencial e não residencial permaneceu constante (vide tabelas 2.2.2 e 2.2.3), de tal forma que

³² Ver KEYNES (1936).

não podemos apontar a década de noventa como uma década de revolução industrial, como muitos autores vêm fazendo.

Tabela 2.2.2

Investimento Bruto (em bi US\$)

	Total	Fixo	Não residencial	Residencial	Investimentos em novos negócios
1990	799,7	791,6	575,9	215,7	8,1
1991	736,2	738,5	547,3	191,2	(2,3)
1992	790,4	783,4	557,9	225,6	7,0
1993	876,2	855,7	604,1	251,6	20,5
1994	1.007,9	946,6	660,6	286,0	61,3
1995	1.043,2	1.012,5	727,7	284,8	30,7
1996	1.131,9	1.099,8	787,9	311,8	32,1
1997	1.256,0	1.188,6	860,7	327,9	67,4
1998	1.364,4	1.307,5	931,6	375,8	56,9

Fonte: Economic Report of the President, 1999

Tabela 2.2.3

Investimento Bruto (em bi US\$)

	Total	Fixo	Não residencial	Residencial	Investimentos em novos negócios
1990	100,0%	99,0%	72,0%	27,0%	1,0%
1991	100,0%	100,3%	74,3%	26,0%	-0,3%
1992	100,0%	99,1%	70,6%	28,5%	0,9%
1993	100,0%	97,7%	68,9%	28,7%	2,3%
1994	100,0%	93,9%	65,5%	28,4%	6,1%
1995	100,0%	97,1%	69,8%	27,3%	2,9%
1996	100,0%	97,2%	69,6%	27,5%	2,8%
1997	100,0%	94,6%	68,5%	26,1%	5,4%
1998	100,0%	95,8%	68,3%	27,5%	4,2%

Fonte: Economic Report of the President, 1999

Contudo, quando observamos a série histórica do investimento não residencial, subdividido entre investimentos em novas estruturas e investimentos em equipamentos, notamos que há um notável crescimento relativo do investimento em equipamentos. Se em 1990 os investimentos em novas estruturas eram da ordem de 54% da parcela de investimentos em equipamentos, observamos que em 1998 esta relação está em torno de 36%, como mostra a tabela 2.2.4. Isso significa que dentro do investimento fixo norte americano houve uma forte migração para os investimentos em equipamentos, o que pode de certa

³³ Ver DOSI (1984).

forma explicar o aumento da produtividade notado na década, segundo a tabela 3, constante na introdução desta monografia.

Tabela 2.2.4

Investimento Não-residencial			
	Estruturas	Equipamentos	
	(A)	(B)	(A)/(B)
1990	200,8	375,1	53,5%
1991	181,7	365,6	49,7%
1992	169,2	388,7	43,5%
1993	176,4	427,7	41,2%
1994	184,5	476,1	38,8%
1995	201,3	526,4	38,2%
1996	216,9	571,0	38,0%
1997	240,2	620,5	38,7%
1998	246,2	685,4	35,9%

Fonte: Economic Report of the President, 1999

Uma vez analisado de forma quantitativa o investimento agregado norte americano, passemos, pois, à análise qualitativa. Esta por sua vez está na fronteira tênue com o sistema de inovação norte americano, já que o entendimento deste sistema é que nos permitirá entender a mudança estrutural pela qual passa hoje a economia norte americana. Este sistema tem especial importância porque está garantindo a supremacia norte americana na nova onda de destruição criativa do capital³⁴.

Grosso modo, o sistema nacional de inovação está subdividido em três setores:

- i) as pequenas empresas;
- ii) os governos federal e locais;
- iii) as universidades;

Segundo Freeman, as pequenas empresas têm papel fundamental no sistema porque elas são fundadas na maioria das vezes por dissidentes de

³⁴ Ver Schumpeter (1942)

grandes empresas que não levam a cabo projetos que consideram muito arriscados. Destarte, os empreendedores saem das grandes empresas, já com contatos nas universidades e com projetos avançados, faltando apenas serem implantados. Adicionalmente, a política anti-truste norte americana facilita e incentiva este movimento dissidente de dentro das grandes corporações. Exemplos de pequenas empresas que ganharam notoriedade não faltam: Microsoft, Cisco, AOL. Este tipo de empresa já nasce de um diferencial tecnológico e não abandona esta política com o passar do tempo.

O papel do governo federal vai muito além da passividade de apenas não intervir, segundo o autor. Vários departamentos do governo, em especial o complexo bélico americano, demandam muitas inovações da iniciativa privada e, apesar da tendência de diminuição do Estado e predomínio ideológico neoliberal, o governo norte americano financia diretamente P&D para a indústria militar norte americana.

Adicionalmente, o governo federal e mesmo os governos estaduais têm políticas industriais para empresas de alta tecnologia entrantes no mercado. Essas políticas industriais vão desde incentivos fiscais para pequenas empresas, passando por brigas diplomáticas para o reconhecimento de propriedades intelectuais norte americanas no exterior, queda de barreiras aos produtos norte americanos em mercados externos e até restrição a entradas de competidores internacionais que possam desestruturar as incipientes empresas de alta tecnologia. Segundo Klete et al (2000) apud in Freeman (2000), o projeto "Sematech" apoiado pelo governo federal de 1987 a 1996, com dispêndios da ordem de US\$200 milhões por ano, atingiu seu objetivo principal, que era ajudar quatorze firmas norte americanas envolvidas em projetos de tecnologia de semi-condutores a manter sua competitividade internacional.

Por fim, mas não menos importante, o governo federal e mesmo vários dos governos estaduais estão apostando alto nas universidades. Diz Freeman que este setor talvez seja o mais importante do sistema inteiro. Tal afirmação é justificável, segundo o autor, dada a rapidez de resposta e o alto valor prático que

as pesquisas feitas nas universidades americanas estão conseguindo em vários campos da engenharia, tais como elétrica, química, aeronáutica, além naturalmente da computação e biotecnologia.

“If we review the history of the development of a number of important engineering disciplines, it seems apparent that engineering education in the US has consistently attempted to provide reference points for inquiry into the details of very practical problems. At the same time, university research has been instrumental in providing an appropriate intellectual framework for training efficient professional decision-makers.”

(Rosemberg and Nelson, 1994, p.333), apud in Freeman, 2000.

Freeman afirma que este movimento tem se intensificado neste últimos anos. Segundo ele as pesquisas universitárias patrocinadas pelas indústrias cresceram durante os anos oitenta e noventa, bem como o número de patentes recebidas. Em 1965 apenas trinta instituições acadêmicas receberam patentes. Elas cresceram para 150 em 1991 e para 400 em 1997 (Jaffe, 2000: 541, apud in Freeman, 2000). Adicionalmente, os laboratórios tiveram papel decisivo neste contexto, devido as mudanças legislativas que incentivaram e aumentaram as pesquisas em biotecnologia.

“The entrepreneurial university integrates economic development with the university as an academic function along with teaching and research. It is this ‘capitalisation of knowledge’ that is the heart of a new mission for the university, linking universities to users of knowledge more tightly and establishing the university as an economic actor in its own right.”

(Etzkowitz, 1998, p. 833, apud in Freeman, 2000).

Por conseguinte, observamos que a política industrial norte americana para empresas de alta tecnologia, grosso modo, consiste em:

- i) apoiar as pequenas empresas empreendedoras com projetos arrojados que quando logram êxito formam gigantes, tais como a Microsoft e a Cisco;

- ii) garantir vitórias diplomáticas que viabilizam os negócios na era da informação, tais como reconhecimento de direitos de propriedade e mesmo utilização de brechas nas instituições multilaterais organizadoras do comércio internacional com o intuito de inserir produtos em novos mercados e proteger indústrias incipientes.
- iii) e, sobretudo, dar apoio intensivo à pesquisa dentro das universidades, que passam a ter um duplo papel no sistema econômico:
 - iii.i) formar profissionais capazes de gerir com eficiência os novos paradigmas tecnológicos e gerenciais;
 - iii.ii) ser o locus de onde sai a pesquisa e usá-la com fins econômicos para se manter e para garantir a reprodução do sistema capitalista;

Por conseguinte, vimos que o investimento agregado norte americano ganhou importância relativa no PIB. Isso se deve principalmente à saída do governo da economia, com o conseguinte de superávits fiscais, como já mostramos no item 1.1. A análise dos investimentos não apresenta grandes oscilações entre o investimento residencial e não residencial. Porém dentro da conta investimento não residencial observamos uma forte tendência ao investimento em equipamentos em detrimento do investimento em novas estruturas, o que pode vir a explicar os ganhos de produtividade no fim desta década.

A análise qualitativa nos remete a um Estado americano pouco divulgado na grande imprensa: um Estado intervencionista, com políticas industriais verticais, escolhendo setores e algumas empresas consideradas estratégicas para o desenvolvimento de tecnologia de ponta. Isso sem contar com as questões diplomáticas realmente levadas a sério e o fechamento de frestas para a entradas de produtos concorrentes aos norte americanos, inclusive os produtos agrícolas.

3. Conclusão

Depois de termos analisado a política fiscal e monetária e os componentes de gasto privado norte americanos, verificamos que nenhum destes itens teve papel preponderante sobre o ciclo de crescimento que se verificou de meados de 1992 aos dias atuais nos EUA. Ao contrário, foi a participação em conjunto de cada um deles que atuou na única variável que realmente pode ser considerada essencial para a explicação do ciclo: a expectativa dos agentes.

A pró-atividade do governo Clinton em lançar um programa de redução do déficit público e retomada do crescimento, juntamente e com o apoio da autoridade monetária, personificada no seu *chairman* Alan Greenspan não pode ser menosprezada como fator indutor de formação das expectativas. Contudo, talvez a austeridade e atitude de proteção constante do FED sobre os agregados monetários tenham sido mais efetivos na construção do estado de confiança dos capitalistas. Neste sentido, este estudo chega à conclusão mais keynesiana possível: que os agentes econômicos privados deixados ao sabor do mercado atuam de maneira pró-cíclica, como vimos no estudo da política monetária, no item 1.2. Mas que quando o Estado toma para si a responsabilidade de ir contra o fluxo, e faz uso do seu grande peso e força estabilizadora, como vimos no item 1.1, com o programa de reativação da economia, as expectativas dos agentes mudam e a partir daí novos horizontes se abrem para os investimentos e para o consumo.

No caso específico norte americano desta década, em alguns momentos as próprias autoridades que outrora tinham atuado no sentido de aumentar o ânimo empreendedor dos agentes, tiveram que alertá-los para os riscos das apostas de curto prazo em mercados de ações.

E se recorrermos às estatísticas, estas corroborarão o argumento acima descrito. Todas ficam francamente favoráveis às hipóteses de crescimento após 1993, como extensivamente demonstramos no decorrer do texto. A taxa de juros cai, os investimentos sobem, o consumo sobe e com ele as importações. Até o

"enigma" do crescimento alto sem inflação é explicado através da abertura da natureza dos investimentos: Durante esta década a ênfase foi sempre e crescentemente no sentido dos investimentos em equipamentos, em detrimento das estruturas. Assim o aumento da produtividade pôde absorver as elevações esporádicas dos macropreços da economia, como salários, petróleo ou mesmo câmbio.

Por conseguinte, a mudança das expectativas dos agentes pode explicar de maneira satisfatória o crescimento norte americano nos anos noventa, como resultado do esforço do governo para este fim. Expectativas essas que transbordaram pelo mundo afora, uma vez que os EUA se tornaram pólo de atração de capital de todos os lugares do mundo. A locomotiva da economia mundial, neste sentido, parece se financiar apenas pela confiança na sua pujança. Pujança esta que é vendida como produto *made in USA* e comprada por todos os países do mundo como condição natural e decorrente da sua própria pujança. Os EUA são os EUA e isso basta para a comunidade internacional.

4. Bibliografia

BLANCHARD, O. (1999): *Macroeconomia: teoria e política econômica*, Rio de Janeiro, Ed. Campus

BLOCK, F (1980) *Las origenes del Desorden Económico Internacional*, México, Fondo de Cultura (reeditado em 1987).

CANTOR, R. & WENNINGER, J. (1993): *Perspective on the Credit Slowdown*, FRBNY Quarterly Review, Spring 1992-93

DORNBUSH, R. & FISHER, S.. *Macroeconomia*, 2º Ed., São Paulo, Makron Books, 1991.

DOSI, G. (1984) *Technical Change and Industrial Transformation*. Londres: Macmillan

DOSI, G. TEECE, D. & WINTER, S. (1992) *Toward a theory of Corporate Coherence: Preliminary Remars*. DOSI G., GIANNETTI, R. & TONINNELLI, P. A. *Technology and Enterprise in a Historical Perspective*. New York: Oxford Press

DOSI, G., PAVITT, K. & SOETE, L. (1990) *The Economics of Technical Change and International Trade*. Hertfordshire:Harvester Wheatsheaf

ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT. Washington, United States Government Printing Office, February, 1999.

FIGUEIREDO, Ferdinando de Oliveira. *Metodologia de Contas Nacionais*. 1º Ed., 1980, Rio de Janeiro. Ed. Forense Universitária.

FREEMAN, C., (2000): *A Hard Landing for the "New Economy"? Information Technology and the United States National System of Innovation*, IE/UFRJ, Rio de Janeiro, julho de 2000

FRIEDMAN, B. (2000): *What have we learned from the disappearance of the Deficits?*, in Challenge, July-August 2000

GALBRAITH, J (1993): *A two-track Growth Program*, in Challenge, jan-febr 1993

GOLDESTSTEIN, L. (1994). *Repensando a Dependência* - Tese de doutoramento, UNICAMP.

KALECKI, Michal. *Economias Capitalistas*. In: MIGLIOLI, Jorge: Kalecki. 2º Ed., São Paulo, Ed. Ática, 1994, cap. 3, p. 51 –158.

KEYNES, John Maynard. *Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda*. 1º Ed., Editora Atlas, São Paulo, 1990.

KRUGMAN, P. R. & OBSTFELD, M. (1999): *Economia Internacional - Teoria e Política*. Makron Books, São Paulo

KRUGMAN, Paul: *How fast can the USA economy grow?* Harvard Business Review. New York, n. 5, p. 1-15, July – August, 1994.

KRUGMAN, Paul: *Peddling Prosperity*, 1rt. Edition, W.W. Norton & Company, New York 1994.

MACARINI, José Pedro. *Crise e política econômica nos EUA: 1977 – 1984*. Campinas: UNICAMP.IE, 1997. Tese de doutorado.

MADRICK, Jeffrey: *EUA: O lado sombrio da prosperidade*. Política Externa, São Paulo, vol. 6, n.º 4, p. 32-48, mar-mai 1998.

MIRANDA, J. C. R., (1992): *Câmbio, juros e fisco - a experiência internacional*, Tese de doutoramento, IE/UNICAMP, mimeo, Campinas, 1992

MIRANDA, J. C. R., (1997): *Dinâmica Financeira e Política Macroeconômica*, in TAVARES, M. C. & FIORI, J. L., Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis, Ed. Vozes, 3º Edição

NOGUEIRA, F. C. (1994) *Economia Monetária e Financeira*, 2º Edição, Makron Books, São Paulo

PRESSER, M. F. (1991): *A conjuntura Econômica Internacional* - in Boletim de Conjuntura, CECON, vol III, nº 2, Abril/91

PRESSER, M. F. (1989): *A economia Internacional em 1988: O inesperado crescimento* - in O Retorno da Ortodoxia, CARNEIRO, R. & BUAINAIN, A. M. (orgs.), Biental-Unicamp

PRESSER, M. F. (1989): *O dilema do Presidente Bush* - Texto para discussão nº 11, set/1989

PRESSER, M. F. (1990): *Economia Internacional: As Perspectivas para 1990*, in Boletim de Conjuntura, CECON, vol II, nº 1, Janeiro/1990

SCHUMPETER, J. (1942). *Capitalismo, Socialismo e Democracia*. Rio de Janeiro, Zahar, 1984

SINAI, A. (1992): *What is wrong with the Economy?*, in Challenge, sept-oct 1992

TAVARES, M. C. (1998). *A retomada da Hegemonia Norte Americana*. Instituto de Economia/Unicamp, Campinas, mimeo.

TAVARES, M. C., (1992): *Ajuste e estruturação nos países centrais*. Campinas, Revista do Instituto de Economia da UNICAMP, nº 1, agosto

VARIAN, H. (1996). *Intermediate Microeconomics*. New Yor: W.W. Norton.

VERNON, R. (1979). *Investimento Externo e Comércio Internacional no Ciclo do Produto* In SAVASINI, J. A. A. e outros, Economia Internacional, Leituras de Economia - Série ANPEC, Editora Saraiva, São Paulo