



1290001588



TCC/UNICAMP M267d



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

**DINÂMICA DE CRESCIMENTO DOS ESTADOS UNIDOS A
PARTIR DA SEGUNDA METADE DA DÉCADA DE 90: ANÁLISE A
PARTIR DE UMA PERSPECTIVA HISTÓRICA.**

FREDERICO QUARESMA MADUREIRA

ORIENTADOR: ANTONIO CARLOS MACEDO E SILVA

Frederico Quaresma Madureira

CAMPINAS

2004

TCC/UNICAMP
M267d
IE/1588

CEDOC/IE

ÍNDICE

RESUMO	4
INTRODUÇÃO	5
1 - Contextualização Histórica das Principais Variáveis Econômicas entre 1960 e 2003	10
CAPÍTULO 1 – “PERSISTENT STAGNATION”: 1973 A 1993	19
1.1 – Término do “ <i>Boom</i> ” e Início da Crise da Taxa de Lucro	20
1.2 – Fim de Bretton Woods e da Cooperação Econômica Internacional	30
1.3 - Contra-Revolução Monetarista e Retomada Da Hegemonia Norte-Americana	34
1.4 – A Recuperação da Lucratividade	36
CAPÍTULO 2 – EVOLUÇÃO DA ECONOMIA NORTE-AMERICANA NA DÉCADA DE 90.	44
2.1 – Crescimento Econômico nos Anos 90: principais contribuintes e dinâmica macroeconômica	44
2.2 – Visão do Governo e Peculiaridades da Expansão na Década de 90	55
CAPÍTULO 3 – Ciclos recentes de expansão e recessão: crescimento sustentável?.....	66
3.1 O período de rápida expansão econômica (1997-2000).....	67
3.1.1 - Famílias.....	69
3.1.2 - Empresas.....	74
3.1.3 - Dependência Crescente de Fluxos de Capitais Estrangeiros	77
3.2 - O período de reversão dos ciclos (2001-2004)	82
ANEXO	98
1 – Balanço Financeiro dos Três Macro Setores.....	98

2 – Metodologia National Bureau of Economic Research (NBER)	100
BIBLIOGRAFIA.....	103

RESUMO

O presente trabalho visa a, à luz de uma perspectiva histórica e do debate existente, analisar a evolução da economia norte-americana, concentrando-se na segunda metade da década de 90. Com ênfase na análise de Robert Brenner, buscar-se-á analisar se os elementos responsáveis pelo baixo dinamismo econômico do período 1973-93 ainda se fazem presentes na economia norte-americana. Verificaremos como a dinâmica macroeconômica dos anos 90 e os ciclos recentes perpetuaram ou agravaram o quadro anterior.

PALAVRAS-CHAVE: Estados Unidos; Longo Declínio; Dinâmica de Crescimento.

ABSTRACT

The present work aims, in light of a historical perspective and the ongoing debate, to analyze the evolution of North American economy, concentrating in the second half of the 90's. With emphasis in the analysis of Robert Brenner, it will analyze if the elements responsible for the low economic dynamism of period 1973-93 still remain present in the North American economy. It will verify how the macroeconomic dynamic of 90's and the recent economic cycles perpetuated or aggravated the previous scenery.

KEY-WORDS: United States; Persistent Stagnation; Economic Dynamism.

INTRODUÇÃO

O presente trabalho visa a, à luz de uma perspectiva histórica e do debate existente, analisar a evolução da economia norte-americana, concentrando-se na segunda metade da década de 90. Com ênfase na análise de Robert Brenner, buscar-se-á analisar se os elementos responsáveis pelo baixo dinamismo econômico do período 1973-93 ainda se fazem presentes na economia norte-americana. Verificaremos como a dinâmica macroeconômica dos anos 90 e os ciclos recentes perpetuaram ou agravaram o quadro anterior.

Durante as décadas de 50 e 60, a economia internacional passou por uma longa fase de expansão acompanhada por taxas de lucro positivas no setor manufatureiro. Entre 1965 a 1973, é fato conhecido a perda de competitividade deste setor da economia norte-americana expressa na queda de 43,5% da taxa de lucro sobre o estoque de capital. Contudo, a interpretação da perda de competitividade e decréscimo na taxa de lucro é polêmica. Essa queda Alguns autores (por exemplo, Fajnzylber, Marglin & Bhaduri, Armstrong *et alli*) atribuem essa queda seja a um esgotamento tecnológico – manifestado no declínio da produtividade – seja ao maior poder de barganha dos trabalhadores. Outros (Brenner, Arrighi) argumentam que a queda da taxa de lucro do setor manufatureiro internacional e a perda de competitividade norte-americana se devem ao excesso de capacidade e produção internacional no setor.

Apesar da tentativa de cortar custos diretos e indiretos de mão de obra, tal resposta à redução das taxas de lucro não surtiu efeito. Diante da queda acentuada das taxas de lucro do setor manufatureiro no período 1965-1973, o governo norte-americano agiu de forma a auxiliar os produtores na concorrência que havia se intensificado, desvalorizando o dólar em 1973.

Contudo, o problema não foi resolvido. Os demais países avançados (na análise de Brenner, Alemanha e Japão) mantiveram suas exportações de manufaturados, aceitando taxas de lucros e preços mais baixos, e vários países em desenvolvimento entraram no mercado de exportações de manufaturados, agravando o quadro anterior. Com isso a taxa de lucro entrou em queda, reduzindo os investimentos privados. No final da década de 70, os elevados déficits fiscais viabilizaram a permanência de produtores com alto custo e baixa lucratividade no negócio, sem

que ocorresse uma recuperação do setor privado manufatureiro. Ademais, com a elevação da taxa de juros em 1979 e a conseqüente retomada da hegemonia do dólar no sistema monetário internacional, os desequilíbrios econômicos da economia norte-americana e global foram agravados.

Tais desequilíbrios teriam produzido um extenso período de menor crescimento da economia norte-americana que se inicia em 1973 e vai até 1993, denominado por Brenner (2002) de “longo declínio”.

Segundo Brenner (2002), após a recessão no início da década de 90, a recuperação da taxa de lucro e da competitividade do setor manufatureiro norte-americano seria responsável pela retomada de um crescimento econômico sustentável. Contudo, os indicadores econômicos da primeira metade da década de 90 revelaram um período de baixo dinamismo para a economia norte-americana quando comparado com o período do pós-guerra.

Em 1993, o governo Clinton decidiu equilibrar o orçamento, adotando uma política fiscal restritiva. Isto significava uma tendência contrária à política anticíclica (que vinha sendo adotada desde o final dos anos 60 e início dos 70 para estimular as economias norte-americana e mundial), a qual conteve o crescimento da demanda agregada e extinguiu a “principal fonte de estabilidade” da economia norte-americana nas décadas de 70 e 80 (Brenner, 2002: 89).

Seria necessário, portanto, um reflorescimento dos lucros para estimular o investimento privado. Como tal recuperação dos lucros não aconteceu nos primeiros anos da década de 90, as empresas redimensionaram suas atividades, contiveram o crescimento dos salários e redirecionaram sua produção para exportações. Também foram beneficiadas pela depreciação do dólar e pela redução das taxas de juros no início dos anos 90. A partir de 1993, o setor de manufaturados norte-americano parecia capaz de crescer de forma sustentada e estimular o restante da economia norte-americana. Contudo, o problema de excesso de capacidade produtiva não havia sido resolvido.

Em 1995, o aumento da taxa de lucro do setor manufatureiro norte-americano, que havia pautado a recuperação econômica dos Estados Unidos a partir de 1993, foi posto em xeque com o chamado “Acordo de Plaza Invertido”. Ao inverter a tendência à desvalorização do dólar, a economia norte-americana passou a receber fluxos crescentes de capitais estrangeiros, financiando o déficit corrente em expansão e aumentando os preços dos ativos financeiros. Com

isso, geraram-se as condições para o agravamento de problemas estruturais como o aumento do déficit corrente, do passivo externo, do excesso de capacidade ociosa e o surgimento de outros, como o déficit financeiro do setor privado (Godley, 2003).

A partir do final de 1997, tornaram-se ainda mais notáveis os efeitos dos crescentes fluxos de capitais sobre a economia norte-americana. Esta passou a apresentar um dinamismo maior que antes, mesmo com quedas acentuadas nas taxas de lucro do setor de manufaturados ocasionadas pela alta do dólar e pelo aumento da concorrência internacional (Brenner, 2002: 253).

Diante da valorização dos preços das ações e conseqüente mudança na composição da riqueza do setor privado, as decisões de gasto dos agentes privados foram alteradas. O consumo passou a manifestar mais fortemente o chamado efeito-riqueza, e a perspectiva de enriquecimento acelerado e a redução dos custos do capital viabilizaram um aumento do endividamento privado das famílias e das empresas, respectivamente. O investimento privado apresentou elevadas taxas de crescimento a partir do final da década de 90 e o balanço de pagamentos passou a refletir as mudanças descritas acima.

Os resultados macroeconômicos de tal processo são visualizados no gráfico dos balanços financeiros dos macro setores (ver gráfico 1, página 15)¹: transformação do déficit público em superávit, aumento dos déficits externo e privado (déficit financeiro de 6,2% do PIB em 2000 contra superávit de 4,2% em 1992). Ademais, observou-se um aumento brutal do déficit financeiro do setor privado, devido à assunção de dívidas crescentes por parte das famílias norte-americanas, o que distingue o ciclo expansivo recente.

O aumento dos preços das ações, seus efeitos sobre a demanda doméstica e a apreciação do dólar produziram um crescimento das importações a uma taxa média de 13,6% ao ano entre 1997 e o primeiro semestre de 2000, retirando a economia mundial para fora da crise de 1997-98 (Brenner, 2002: 270-271). Simultaneamente, ocorreu uma maior participação dos investidores estrangeiros no mercado financeiro norte-americano financiando o crescente déficit corrente, ampliando o *boom* de ativos e, conseqüentemente, o crescimento econômico e o aumento das importações norte-americanas. Somava-se a este quadro o comportamento dos lucros do setor manufatureiro em plena fase de expansão econômica: queda de 20% entre 1997 e 2000,

¹ Metodologia em anexo.

revelando o excesso de investimento e a capacidade ociosa mundial. Tais resultados deixam evidente a vulnerabilidade da economia norte-americana para os próximos períodos.

No período seguinte (2001 em diante), verificaram-se alguns resultados perversos gerados pelo processo descrito acima. O colapso do mercado de ações inverteu o efeito-riqueza e aumentou o custo do capital de algumas empresas, impondo uma pressão para o ordenamento dos balanços financeiros dos agentes privados. Ademais, ao revelar o excesso de capacidade existente e aprofundado durante o *boom*, deprimiu o investimento e aumentou o desemprego. Com o fim da inflação de ativos financeiros, a rápida expansão econômica da segunda metade da década de 90 foi interrompida. Na ausência da bolha do mercado de ações e diante de um setor manufatureiro deprimido, o crescimento e o dinamismo da economia norte-americana passaram a se apoiar na volta dos déficits fiscais e em uma nova bolha de ativos.

A política fiscal teve seu rumo alterado com a gestão Bush, saindo de um superávit de 0,87% do PIB no último trimestre de 2000 para um déficit estimado de 4,2% do PIB no ano fiscal de 2003. Nesse processo, a contribuição dos gastos do governo para o crescimento do PIB norte-americano passou de 12,9% em 2000 para 38,8% em 2002.

Com o aumento dos preços dos imóveis, um novo efeito-riqueza entrou em vigor na economia norte-americana. A expectativa de novos aumentos nos preços dos imóveis e a percepção de um aumento na riqueza das famílias viabilizaram um aumento do endividamento via hipotecas e, com isso, a sustentação do consumo realizado pelas famílias. O investimento residencial também se beneficiou desse processo.

Até o presente momento estas duas fontes de crescimento, déficit fiscal e bolha imobiliária, não têm sido capazes de recolocar a economia norte-americana numa trajetória de crescimento elevado e sustentado. Ademais, como sustenta Palley (2002), os mecanismos de geração de demanda colocados em funcionamento a partir de 1997 seriam apenas compensatórios e até mesmo acentuariam problemas estruturais e elementos responsáveis pelo baixo dinamismo da economia norte-americana no período 1973-93. Uma vez que esses mecanismos compensatórios se exaurirem, a economia norte-americana enfrentaria um problema de falta de demanda, criando novas dificuldades a uma retomada sustentável do crescimento.

No capítulo 1, reconstituiremos as interpretações sobre o chamado “longo declínio” (1973-1993), com ênfase na análise de Brenner. Levantaremos as principais características desse

período, analisando a hipótese de Brenner sobre a elevada competição internacional e o excesso de capacidade produtiva no setor de manufaturados em escala internacional.

No capítulo seguinte, traçaremos a evolução da economia norte-americana na década de 90 e analisaremos as principais características desse período. Ressaltaremos a visão de Brenner, Godley e outros autores, além da análise do governo norte-americano sobre o período.

No terceiro e último capítulo, avaliaremos os ciclos recentes de expansão e recessão a partir de 1997. Será dada atenção às forças responsáveis pelo crescimento e dinâmica econômica recente, com o objetivo de analisar a possibilidade de uma retomada sustentável do crescimento ou a volta de novo período de baixo dinamismo econômico conforme acontecido entre 1973 e 1993.

Antes de passar ao primeiro capítulo, faremos uma contextualização histórica da economia norte-americana entre 1960 e 2003, a fim de situar o leitor na dinâmica de crescimento de longo prazo da economia norte-americana. Com isso, acreditamos facilitar a compreensão das mudanças ocorridas na economia norte-americana a partir de 1997.

1 - Contextualização Histórica das Principais Variáveis Econômicas entre 1960 e 2003

No período entre 1960 a 2003, a taxa média anual de crescimento do PIB real foi de 3,37%, com elevada participação do consumo e investimento². O dispêndio privado apresentou uma contribuição média de 89,08% entre 1960 a 2003, enquanto a participação do governo esteve em 13,82% (ver tabelas 1 e 2).

Tabela 1 – Variação Média Anual do PIB Real

	1960-2003	60's	70's	80's	90's	97-03
PIB	3,37	4,44	3,27	3,07	3,11	3,23
Consumo Privado	3,60	4,44	3,51	3,30	3,25	3,93
Investimento Privado	4,60	5,67	5,38	3,09	6,11	4,26
X	6,21	6,66	7,33	5,90	7,15	3,07
M	6,58	7,33	5,29	6,09	8,41	7,84
Governo	2,30	3,86	0,54	3,12	1,31	2,91

Fonte: BEA; elaboração própria

Tabela 2 – Contribuição ao Crescimento para Variação Média Anual do PIB Real³

	1960-2003	60's	70's	80's	90's	97-03
PIB	3,37	4,44	3,27	3,07	3,11	3,23
Consumo Privado	2,32	2,74	2,20	2,13	2,18	2,67
Investimento Privado	0,69	0,86	0,82	0,43	0,92	0,69
X-M	-0,10	0,00	0,13	-0,12	-0,25	-0,67
Governo	0,47	0,84	0,10	0,64	0,24	0,52
$\Delta G/\Delta PIB$	13,82%	18,92%	3,09%	20,78%	7,81%	16,02%
$\Delta (C+I)/\Delta PIB$	89,08%	81,08%	92,54%	83,26%	99,87%	103,89%

Fonte: BEA; elaboração própria.

² Estamos utilizando os conceitos participação e contribuição com o mesmo sentido. Ambos expressam a quantidade de dólares referentes a determinado setor em certo período de análise. Por exemplo, entre 1960 e 2003, o setor privado (consumo e investimento privados) foi responsável por 3,01 pontos percentuais dos 3,37% de crescimento médio no período. Em outras palavras, temos que o setor privado contribuiu ou participou com 89,08% do PIB na média nesses anos.

³ Todas as variáveis são 'reais' e os gastos com investimento englobam investimentos em estoques. Formalmente, temos que: $PIB = C + I + G + X - M + \text{resíduo}$. O crescimento do PIB é dado por: $[PIB - PIB(-1)] / PIB(-1)$ e a contribuição de um componente 'a' qualquer do PIB (consumo, investimento, gastos do governo e exportações líquidas) pode ser aproximada por: $[a - a(-1)] / PIB(-1)$. As médias são aritméticas.

O crescimento foi mais elevado na década de 60, 4,44% ao ano, sendo estimulado por um crescimento do investimento privado a 5,67% ao ano e do gasto do governo em consumo e investimento a 3,86% em média ao ano. Observou-se um crescimento da produtividade a uma taxa média anual de 2,71%, reduzidos custo de trabalho e taxa de inflação (ver tabela 3). Ressalta-se o papel da baixa taxa de juros quando comparada com as décadas seguintes, 4,18% contra 6,29% em média no período 1960 a 2003 e as elevadas taxas de lucro quando comparadas com os períodos seguintes.

Tabela 3 – Principais Variáveis Econômicas – Taxa de Variação Média Anual

	1960-2003	60's	70's	80's	90's	97-03
Produtividade¹	2,22	2,71	1,91	1,41	1,95	2,16
Taxa de Desemprego²	5,93	4,78	6,22	7,27	5,76	4,88
Custo de Trabalho ³	3,40	2,04	6,32	4,26	1,94	1,51
Inflação ⁴	4,32	2,36	7,08	5,55	3,01	2,31
Taxa de Juros ⁵	6,29	4,18	7,10	9,97	5,15	4,10

1 - Firms não agrícolas, produto por hora.
2 - Sazonalmente ajustada, força de trabalho acima de 16 anos.
3 - Taxas médias anuais de Custo Trabalho Unitário para empresas não agrícolas
4 - Índice de Preço ao Consumidor, variação em relação ao ano anterior, todos itens incluídos
5 - Federal Funds Rate Effective

Fonte: BEA, BLS, Federal Reserve; elaboração própria

Nas décadas seguintes, o dinamismo econômico cai. A taxa de crescimento do PIB recua de 4,44% ao ano na década de 60 para 3,27% ao ano nos anos 70. Nesta década, as exportações líquidas apresentam uma contribuição positiva de 0,13 pontos percentuais nos 3,27% de crescimento médio anual, patamar similar ao da contribuição dos gastos do governo no PIB total. A taxa de desemprego aumenta para 6,22%, acima da média do período entre 1960 e 2003. Apesar disso, o crescimento do custo da mão de obra unitária se eleva para 6,32% e a inflação para 7,08%, mesmo com o aumento da taxa de juros para 7,10%. O crescimento do investimento privado apresenta ligeira redução para 5,38% ao ano e o gasto do governo em consumo e

investimento também reduz o seu crescimento para 0,54%. Por fim, o crescimento da produtividade perde o seu ímpeto, desacelerando para 1,91% nos anos 70.

O choque do petróleo e o aumento das taxas de juros no final da década de 70 deixam marcas claras na década seguinte. As taxas de juros se elevam para 9,97% em média ao ano e o crescimento da inflação se reduz para uma média de 5,5% ao ano. A taxa de crescimento do PIB é desacelerada, 3,07% em média, sobretudo devido a um menor crescimento do investimento privado, média anual de 3,09%. No mesmo período, o gasto do governo em consumo e investimento aumenta a taxas anuais de 3,12%, passando a responder por 20,78% do crescimento do PIB (ver tabelas 1 e 2). Ademais, a produtividade desacelera, atingindo a menor taxa quando comparada com as outras décadas, 1,41% (ver tabela 3).

Portanto, chegamos à década de 90 com um menor dinamismo econômico quando comparado com a média dos últimos 30 anos, sobretudo quando comparado com a década de 60. Os indicadores de taxa de crescimento do PIB, desemprego, produtividade e desemprego deixam isso claro.

No início dos anos 90, o menor dinamismo econômico descrito acima persiste. Entre 1990 e 1995, a economia norte-americana apresenta a menor taxa de crescimento do pós-guerra, 2,37% em termos anuais. Com exceção das exportações, todos os componentes da demanda agregada desaceleraram, incluindo as importações. O consumo cresceu a 2,53% ao ano em média, contribuindo com 1,7 pontos percentuais para o crescimento médio do PIB de 2,37%. Já o investimento contribuiu com apenas 0,49 pontos percentuais, crescendo em média a 3,70% ao ano. O gasto do governo desacelerou fortemente, 0,73% de crescimento nesses anos, contribuindo com 0,15 pontos percentuais (somente 6,32% de participação no crescimento) para o crescimento na primeira metade da década (ver tabelas 4 e 5).

Tabela 4 – Variação Média Anual do PIB Real em sub-períodos na década de 90.

	90's	90-95	96-00
PIB	3,11	2,37	4,12
Consumo	3,25	2,53	4,4
Investimento	6,11	3,70	8,92
X	7,15	7,42	7,14
M	8,41	6,45	11,1
Governo	1,31	0,73	2,16

Fonte: BEA

Tabela 5 – Contribuição para Variação Média Anual do PIB Real em sub-períodos na década de 90.

	90's	90-95	96-00
PIB	3,11	2,37	4,12
Consumo	2,18	1,70	2,96
Investimento	0,92	0,49	1,45
X-M	-0,25	0,03	-0,7
Governo	0,24	0,15	0,38
$\Delta G/\Delta PIB$	7,81%	6,34%	9,22%
$\Delta (C+I)/\Delta PIB$	99,87%	92,61%	107,14%

Fonte: BEA

Em decorrência de medidas adotadas pelo governo norte-americano, que serão analisadas nos capítulos seguintes, as exportações apresentaram um crescimento de 7,42% na primeira metade dos anos 90 – significativo quando comparado com as décadas anteriores. Por outro lado, as importações desaceleraram em face do menor crescimento econômico, crescendo a 6,45%. Desse modo, as exportações líquidas contribuíram positivamente para o crescimento do PIB em 0,03 pontos percentuais em um crescimento médio de 2,37% (ver tabelas 4 e 5).

Quanto às outras variáveis centrais, produtividade, inflação e desemprego, vemos novamente características de um período de reduzido dinamismo econômico. A produtividade cresceu em média a 1,62% ao ano, ligeiramente acima da década de 80, mas abaixo da média dos anos 1960 a 2003, 2,22% (ver tabela 3 e 6). O lento crescimento do estoque de capital das firmas

privadas nesses anos, variação média anual percentual de 2% ao ano contra 3,9% entre 1960 e 1969, ajuda a explicar o menor crescimento da produtividade.

Tabela 6 – Principais Variáveis Econômicas na Década de 90 – Taxa de Variação Média Anual

	90's	90-95	96-00
Produtividade ¹	1,95	1,62	2,52
Taxa de Desemprego ²	5,76	6,43	4,61
Inflação ³	3,01	3,50	2,5

1 - Firms não agrícolas, produto por hora.

2 - Sazonalmente ajustada, força de trabalho acima de 16 anos.

3 - Índice de Preço ao Consumidor, variação em relação ao ano anterior, todos itens incluídos

Fonte: BEA, BLS, Federal Reserve; elaboração própria

No período seguinte, 1996 a 2000, a economia norte-americana apresentou um dinamismo considerado extraordinário em diversas análises econômicas. O tema tomou conta da imprensa e transpareceu também, de forma mais ou menos contida, na documentação oficial, como por exemplo o Economic Report of the President (2001) e discursos do Federal Reserve. Esses e outros acreditavam estar observando, na década de 90, uma “Nova Economia” com taxas elevadas de produtividade, investimento e crescimento econômico com uma mudança estrutural nas suas trajetórias seguintes (ERP, 2001), ao mesmo tempo em que a inflação se encontrava em um patamar baixo e em desaceleração. Dentro da mesma ótica, acreditava-se que o ciclo de baixo dinamismo econômico entre 1973 e 1993, brevemente descrito em ERP (2000 e 2001), tinha chegado ao fim, cedendo lugar a um economia com crescimento acelerado, baixo desemprego e inflação. Voltaremos a esse assunto no capítulo 2.

Entre 1996 e 2000, a economia norte-americana cresceu em média a 4,12% ao ano. A aceleração no crescimento do consumo e investimento privados contribuiu fortemente para esse extraordinário crescimento. O primeiro cresceu a 4,4% e o segundo a excepcionais 8.92% em média ao ano, contribuindo conjuntamente em 107,14% para o crescimento do PIB! Quanto aos gastos do governo, esses cresceram a 2,16%, respondendo por 0,38 pontos percentuais no crescimento do PIB (ver tabelas 4 e 5).

O resultado desses elevados investimentos privados foram um aumento no estoque de capital não residencial das firmas privadas a uma taxa de 3,8% ao ano (média para o período 1995 a 2000), em contraste ao de 2% do período anterior (1990-1995), e uma forte aceleração no crescimento da produtividade, num ritmo de 2,52% ao ano, taxa acima dos 2,22% entre os anos 1960 a 2003. Como resultado do crescimento da produtividade e de outros fatores que serão elencados no capítulo 2, a taxa de inflação (índice de preços ao consumidor) exibiu uma taxa de variação média anual de 2,5%, atingindo míseros 1,6% em 1998.

Os elementos responsáveis por esse comportamento do setor privado e pelo acelerado crescimento econômico serão analisados no capítulo 3.

Em suma, ao longo do período analisado, a economia norte-americana apresentou diferentes taxas de crescimento e variações no comportamento dos setores privado, público e externo. Por trás disso, esteve a situação financeira desses setores, ou seja, o saldo financeiro ou endividamento líquido necessário para o aumento dos gastos e contribuição ao crescimento econômico descrito acima. A tabela 7 e o gráfico 1 sintetizam a evolução dos balanços financeiros desses setores em uma perspectiva histórica.

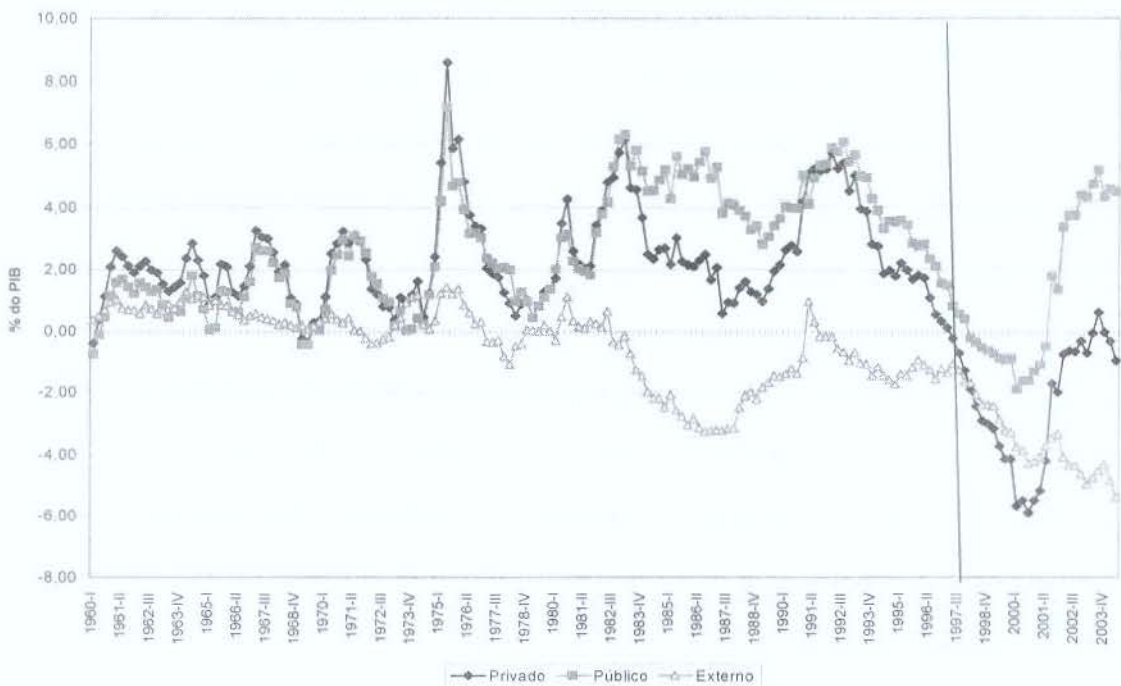
Fica clara a significativa participação do setor público através de endividamento dos anos 60 ao final dos 80, enquanto o setor privado apresenta superávit financeiro. Daí em diante, o setor público reduz o seu endividamento, atingindo inclusive superávites no final dos anos 90 até meados de 2001, retomando o déficit financeiro a partir de então até os dias de hoje. O crescente endividamento do setor privado a partir de 1997 explica o acelerado crescimento do consumo e investimento vistos nas tabelas 1 e 2. Como veremos no capítulo 3, essa dinâmica apresenta características singulares e de difícil sustentação no médio e longo prazo.

Tabela 7 – Saldos Financeiros dos Macro Setores – Variação Média Anual como Porcentagem do PIB

	60's	70's	80's	90's	97-03
Privado	1,64	2,24	2,61	1,53	-2,35
Público	-1,02	-2,02	-4,14	-2,83	-0,95
Externo	0,62	0,22	-1,52	-1,30	-3,30

Fonte: BEA; elaboração própria (ver anexo).

Gráfico 1 – Balanços Financeiros dos Principais Setores da Economia Norte-Americana como Porcentagem do PIB (Déficit do Setor Público).



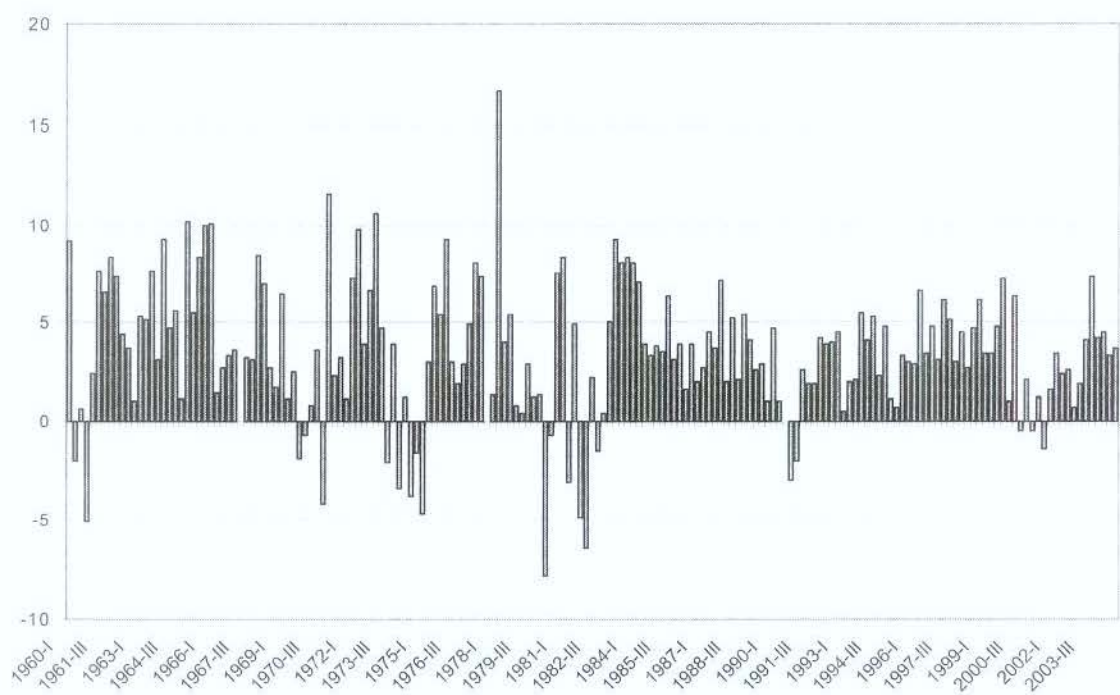
Fonte: BEA; elaboração própria (ver anexo).

Uma outra ótica de análise é a da trajetória cíclica de crescimento do PIB. O gráfico 2 apresenta a variação do PIB trimestral. Nele, podemos perceber a flutuação do crescimento do PIB desde os anos 60 até o ano de 2003, ilustrando a análise acima sobre esse período.

Por fim, uma abordagem interessante é mesclar os dois gráficos anteriores em um só, conforme presente em Macedo (2003a e 2004b). Com isso, podemos avaliar como as variações nos balanços financeiros dos três macro setores da economia norte-americana influenciaram o crescimento do PIB. No gráfico 3, vemos uma flutuação conjunta do déficit do setor público e do saldo do setor privado entre os anos 60 até o final da década de 80.

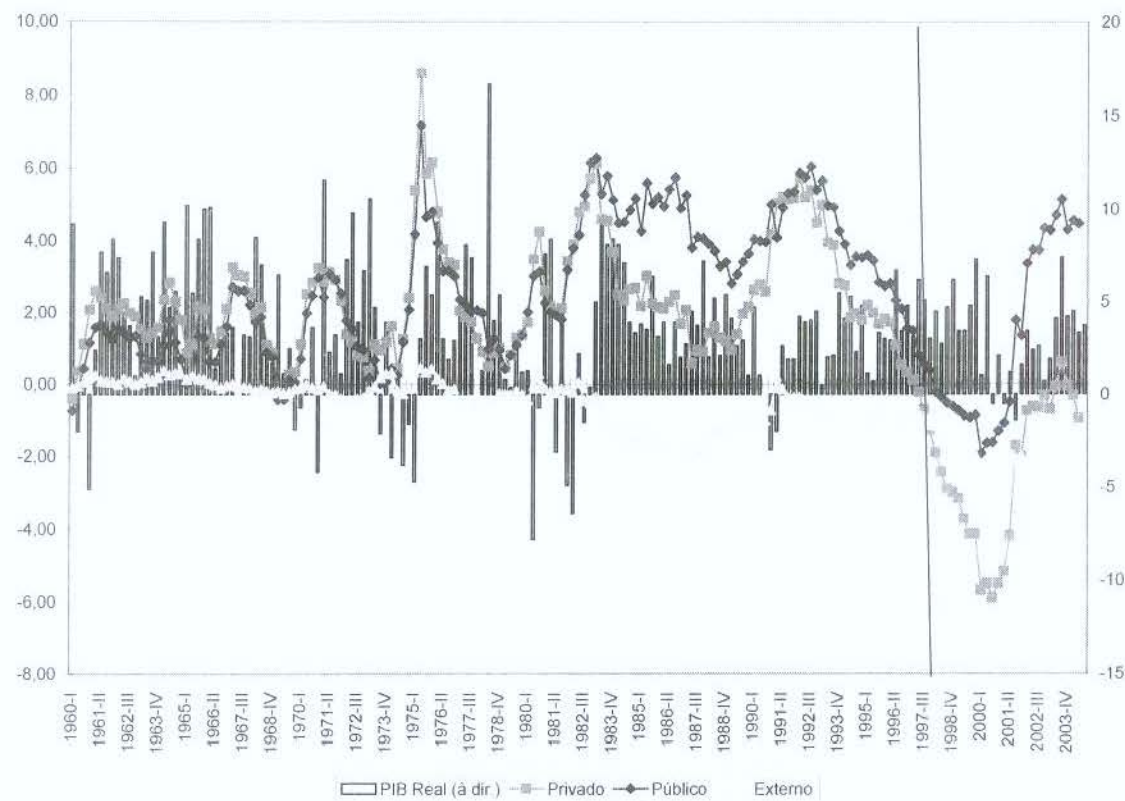
No início da década de 90, esse comportamento é alterado, passando a apresentar características peculiares, especialmente após 1997. Enquanto o déficit fiscal e o saldo do setor externo caíam bruscamente, exercendo um efeito negativo sobre a demanda agregada, o saldo do setor privado declinou para níveis recordes no pós-guerra com forte impacto sobre o crescimento econômico.

Gráfico 2 – Variação Real Trimestral Anualizada do PIB



Fonte: BEA

Gráfico 3 – Saldos Financeiros dos Macro Setores (% do PIB) e Variação Real Trimestral Anualizada do PIB



Fonte: BEA

CAPÍTULO 1 – “PERSISTENT STAGNATION”: 1973 A 1993

O objetivo desse capítulo é reconstituir as interpretações sobre o chamado “longo declínio” da economia norte-americana (1973-1993) com ênfase na análise de Robert Brenner. Tentar-se-á levantar as principais características do período com o intuito de analisar a hipótese presente em Brenner (2002). Sua tese central diz respeito à intensificação da competição internacional no setor de manufaturados iniciada entre 1965 e 1973, que teria resultado em produção e capacidade em escala internacional, afetando a taxa de lucro desse setor.

Para Brenner, os resultados desse processo foram taxas de crescimento do investimento e produto reduzidas, baixos crescimentos da produtividade e dos salários, e elevadas taxas de desemprego inicialmente concentrados nos Estados Unidos e após 1973 propagados às outras economias avançadas (Alemanha e Japão⁴). Como sabemos, é fato notório presente em diversas análises econômicas e séries estatísticas a persistência de um longo período de menor dinamismo econômico iniciado na década de 70 e que se estendeu até início dos anos 90. A seguir analisaremos as principais características desse período tomando como base a avaliação presente em Brenner (2002).

Este capítulo está dividido em 4 seções. Na primeira, abordaremos diversas interpretações sobre a transição de um período de elevado crescimento econômico e com altas taxas de produtividade para outro de menor dinamismo econômico. Será dada ênfase à interpretação de Brenner sobre a intensificação da competição internacional entre 1965 e 1973 como responsável pelo declínio das taxas de lucro, inicialmente concentrado na economia norte-americana. Em seguida, trataremos de como o fim do sistema de Bretton Woods intensificou a competição internacional no setor de manufaturados. A recusa dos outros produtores de economias avançadas em ceder mercado para as exportações norte-americanas e o aumento das exportações de manufaturados por países em desenvolvimento impediram que a crise de lucratividade fosse resolvida. Na terceira seção, analisaremos a elevação da taxa de juros norte-americana em 1979 e a retomada da hegemonia do dólar como medidas visando a recuperação econômica através de um crescimento “*profit led*”. Por fim, avaliaremos o início da recuperação da taxa de lucro

⁴ Desde logo, ressaltamos que Brenner concentra a sua análise em apenas três economias: Estados Unidos, Alemanha e Japão.

manufatureira norte-americana a partir de 1985 com o Acordo de Plaza. No início da década de 90, o setor de manufaturados norte-americano parecia entrar em um período de crescimento sustentado, trazendo junto o resto da economia norte-americana. No entanto, o excesso de capacidade produtiva no setor de manufaturas não havia sido resolvido em escala internacional.

1.1 – Término do “*Boom*” e Início da Crise da Taxa de Lucro

Com o fim da Segunda Grande Guerra, teve início um período inusitado de crescimento econômico global. A “idade de ouro” (ou os chamados “trinta anos gloriosos”) caracterizou-se, entre outras coisas, por uma taxa média de crescimento global nunca antes (nem depois) verificada, da ordem de 4,9% ao ano entre 1950 e 1973, contra 2,3% entre 1870 e 1950 e 2,5% entre 1973 e 1979 (ver Maddison, 1982), pela ausência de recessões profundas e prolongadas e pela disseminação do crescimento, que não apenas incluiu parte importante do mundo em desenvolvimento como ensejou um processo de convergência (*catching-up*) que beneficiou, em particular, as principais economias européias e a japonesa. Esse item, baseado em grande parte em Brenner, concentra-se na descrição das trajetórias das economias norte-americana e internacional no pós guerra, sobretudo a partir de meados da década de 60.

A expansão econômica global do final da década de 40 até o início dos anos 70 se deveu, segundo Brenner (2002: 47), à capacidade das economias avançadas, Alemanha, Estados Unidos e Japão, realizarem altas e sustentadas taxas de lucro, viabilizando elevadas taxas de investimento, rápido crescimento da produtividade e acomodação do crescimento dos salários reais sem ameaçar os lucros. Contudo, no período seguinte o crescimento do investimento começou a desacelerar, a produtividade e os salários apresentaram crescimento bem mais lento, o desemprego aumentou e crises financeiras e recessões se tornaram mais freqüentes.

Parte importante da análise de Brenner se concentra na segunda metade dos anos 60, quando, aos poucos, se acumulam os fatores da desaceleração posterior. No final dos anos 50, uma diminuição do crescimento da produtividade resultante de uma desaceleração no crescimento do investimento, junto de um aumento dos salários reais, estreitou a lucratividade nos Estados Unidos. A consequência foi uma tendência de um menor dinamismo econômico, a qual, embora temporariamente neutralizada na primeira metade da década de 60, estendeu-se durante o primeiro quarto de século do pós-guerra (Brenner, 2002: 50).

Por outro lado, as demais economias avançadas, como Alemanha e Japão, continuaram atingindo níveis elevados de acumulação de capital por um longo período, sustentando o dinamismo econômico internacional (Brenner, 2002: 50). Isso ocorreu porque conseguiram manter altas taxas de lucro e competitividade internacional, apesar da pressão crescente dos custos. Segundo Brenner (2002) e Block (1977), isso se deveu a algumas vantagens: enormes reservas de desempregados; utilização de tecnologia barata, porém avançada, beneficiando-se da posição de seguidores tecnológicos dos Estados Unidos; ligação de empresas a bancos; participação em redes verticais e horizontais de cooperação; proteção para indústrias domésticas etc.

Vale ressaltar que os Estados Unidos tinham interesse no desenvolvimento econômico de seus rivais e na sua estabilidade política para a consolidação da ordem capitalista no pós-guerra. Interessava às autoridades norte-americanas criar mercados para suas próprias manufaturas, mas também assegurar a penetração de suas multinacionais na Europa através de investimento direto. Por isso, dependiam da capacidade de seus rivais expandirem suas participações no comércio internacional via aumento de competitividade de suas exportações de manufaturados. Isso foi possível devido a elevadas taxas de crescimento do comércio mundial durante o pós-guerra e expansão de suas cotas às custas dos produtores norte-americanos, sobretudo. Desse modo, o crescimento das exportações de manufaturados das demais economias avançadas, principalmente Alemanha e Japão, ocorreu simultaneamente a um declínio relativo da economia norte-americana. Contudo, como ressaltava Brenner (2002: 52), isso foi “uma pré-condição para a contínua vitalidade das forças dominantes dentro da economia política dos Estados Unidos”, referindo-se à internacionalização de multinacionais e bancos norte-americanos que expandiram seus lucros via investimentos externos diretos.

Arrighi (2003: 9) atesta que no início da década de 60 essa tendência não afetou a taxa de lucro e produção norte-americanas. Como o mercado doméstico norte-americano correspondia à maior parte das vendas de seus produtores norte-americanos, uma expansão das exportações dos outros países no mercado internacional não criava tanto problema. Logo, as relações econômicas até o momento correspondiam a um “jogo de soma positiva”.

Esse processo ocorrido nas décadas de 50 e 60, em especial o período entre 1965 e 1973 é denominado por Arrighi (2003) “*uneven development*”. Consiste ele, em resumo, na combinação

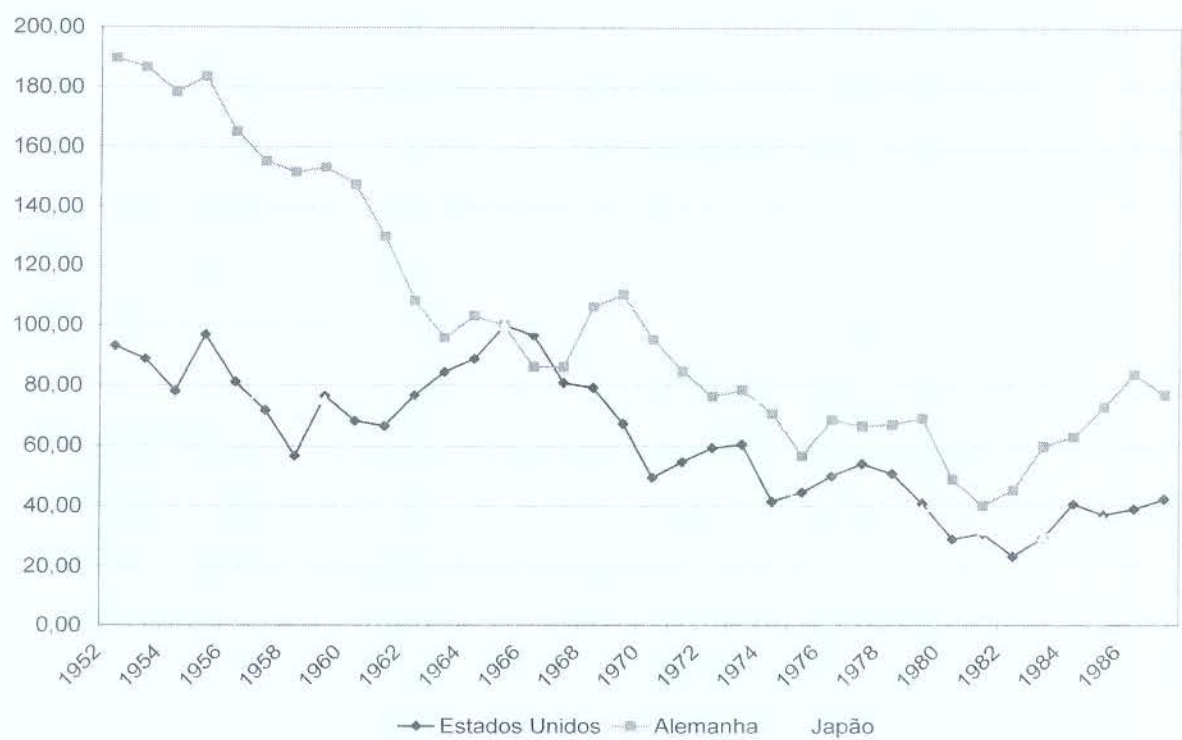
de técnicas de produção relativamente avançadas com salários relativamente baixos por parte de países retardatários que tentam alcançar o estágio de desenvolvimento do país líder (Arrighi, 2003: 8). Segundo o mesmo autor, até início da década de 60 esse processo correspondia a um jogo de soma positiva que equilibrava o desenvolvimento dos Estados Unidos e das demais economias avançadas.

Na segunda metade da década de 60 o movimento descrito acima foi intensificado: os produtores da Europa ocidental e do Japão supriram frações crescentes do comércio internacional e o setor de manufaturas norte-americano obteve uma queda da sua taxa de retorno. Os produtores da Europa e do Japão, ao combinar técnicas avançadas com salários baixos, reduziram os custos em relação aos vigentes na economia norte-americana. Com isso, aumentaram as suas participações no mercado internacional e reduziram os preços internacionais (Brenner, 2002: 56). Por outro lado, os produtores norte-americanos enfrentavam altos custos fixos devido aos caros métodos de produção incorporados ao seu capital fixo. Ademais, deparavam-se com salários reais relativamente elevados, cuja redução não podia ser feita de maneira brusca. Com isso, ao se defrontarem com preços mais baixos e custos relativos em ascensão, tiveram suas taxas de lucro sobre o capital fixo reduzidas, uma vez que não conseguiam mais aumentar os preços acima dos custos como anteriormente diante da crescente competição internacional (Brenner, 2002: 56-65).

Refletindo o excesso de capacidade e de produção em todo o sistema, entre 1965 e 1973, os setores de manufaturas da Alemanha apresentaram queda de 21,65% na taxa de lucro e do Japão, de 11,01% (ver gráfico 4). Nos Estados Unidos, o declínio foi maior: queda de 39,56% na taxa de lucro sobre o estoque de capital. Tomando o setor privado norte-americano como um todo, a queda foi menor: 33,67% no mesmo período⁵. Segundo Brenner (2002: 58), o fato de o declínio estar concentrado no setor de manufaturados refletia o papel da competição internacional em reduzir as taxas de lucro e produzir um excesso de capacidade e produção em escala internacional.

⁵ Armstrong *et alii* (1991).

Gráfico 4 – Índice de Taxa de Lucro de Manufaturados (1965=100) na Triáde



Fonte: Elaboração a partir do apêndice A1 de Armstrong et Alli (1991).

Contudo, a interpretação da perda de competitividade no setor manufatureiro da economia norte-americana é polêmica. Alguns autores (ver, por exemplo, Fajnzylber, 1983) atribuem essa queda a um esgotamento tecnológico que resultaria em um declínio do crescimento da produtividade⁶. Outra explicação para a perda de competitividade é um maior poder de barganha dos trabalhadores.

A combinação de crescimento dos salários e redução da produtividade, pressionando os lucros, é conhecido como “*profit squeeze*”. Com isso, menos renda ficaria disponível para a acumulação e a antecipação de lucros menores no futuro geraria uma redução na demanda por investimento, produzindo uma crise de acumulação (Marglin & Bhaduri, 1990).

⁶ O Economic Report of the President (2001) ressalta o baixo crescimento da produtividade como uma característica do período que vai de 1973 a 1995: 1,39% (setor privado não agrícola, taxa anual média). Para efeito de comparação, no período seguinte, esta apresentou um crescimento de 3,01%, sendo 1,59% uma mudança estrutural.

É notória a incompatibilidade entre a teoria keynesiana e essa visão do “*profit squeeze*”, uma vez que, de acordo com essa teoria, salários mais elevados aumentariam a demanda (supondo que a propensão a poupar dos salários é menor que a dos lucros) e os produtores compensariam os custos mais altos aumentando a produção e as vendas. Nessa visão não há “*trade off*” entre crescimento e distribuição, idéia essa expressa por Marglin & Bhaduri (1990: 154): “policies which increase the workers’ share of the pie also increase the size of the pie”.

Uma outra interpretação da queda da taxa de lucro é apresentada por Duménil e Lévy (2002a). Segundo eles, o comportamento da taxa de lucro da indústria manufatureira não pode ser explicado pelo excesso de competição internacional. A taxa de lucro do setor de manufaturados não seria significativamente diferente das demais, com exceção de algumas indústrias (ver gráfico 6). Ao desagregar os dados referente à economia privada não residencial em três setores (manufaturado; mineração, transporte e utilidades públicas; outras indústrias), os autores constataram que a diferença para a taxa de lucro entre as indústrias de manufaturados e não manufaturados (ver gráfico 5) estaria concentrada em uma fração da economia responsável por um oitavo do produto: Mineração, Transporte e Utilidades Públicas. A taxa de lucro do setor “outras indústrias” seria muito próxima da apresentada pelo setor “manufaturas”, com a mesma trajetória, declínio e recuperação limitada.

Utilizando essa divisão em três setores, é necessário explicar porque a taxa de lucro do setor “Mineração, Transporte e Utilidades Públicas” é tão baixa e não declinou conforme o resto da economia. Segundo os mesmos autores, as indústrias desse setor apresentam uma taxa de lucro mais baixa e estável que as outras indústrias por serem intensivas em capital (produzem 12,8% do produto da economia privada não residencial e utilizam 42,1% do capital fixo). Por isso, a diferença entre as taxas de lucro das indústrias manufatureira e não manufatureira apresentadas no gráfico 5 estaria influenciada por um conjunto de indústrias intensivas em capital e com reduzidas taxas de lucro. Daí afirmam que o comportamento específico da taxa de lucro da indústria manufatureira norte-americana não explicaria a crise, porque apresenta a mesma trajetória de outras indústrias.

A crise (queda da taxa de lucro) e a posterior recuperação não se deveriam exclusivamente à competição internacional e sim ao impacto das mudanças técnicas sobre a produtividade do trabalho e do capital (Duménil e Lévy, 2002b). No entanto, reconhecem eles o

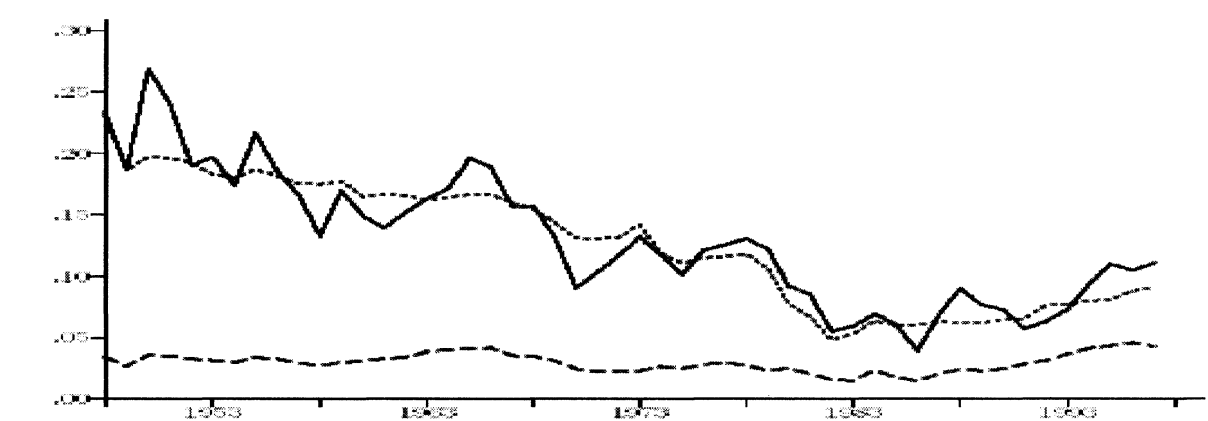
impacto da competição internacional sobre a taxa de lucro dos manufaturados, em especial em bens duráveis em face da maior competição internacional, principalmente japonesa (Duménil e Lévy, 2002b: 12).

Gráfico 5 – Taxa de lucro norte-americana (1948-1997): Indústrias Manufatureira (___) e Não-Manufatureira (- - -).



Fonte: Duménil e Lévy (2002a)

Gráfico 6 – Taxas de Lucro nos Estados Unidos entre 1948 e 1973: Indústrias Manufaturas (—); Mineração (___), Transporte e Utilidades Públicas; Outras Indústrias (- - -).



Fonte: Duménil e Lévy (2002a)

Brenner (2002) e Arrighi (2003) apresentam uma análise diferente das explicações acima. A queda da taxa de lucro agregada do setor manufatureiro internacional e a perda de

competitividade norte-americana se deveriam, segundo eles, ao excesso de capacidade produtiva neste setor. Os redundantes investimentos dos fabricantes norte-americanos e a produção nas outras economias avançadas (salários mais baixos e taxas de câmbio mais favoráveis em relação ao dólar), teriam causado essa acumulação de capacidade ociosa no setor manufatureiro.

Brenner (2002) defende que o declínio nas taxas de lucro do setor manufatureiro em todas as economias capitalistas avançadas foi o principal responsável pela transição da economia mundial “de um longo boom para um longo declínio entre 1965 e 1973”. Segundo Brenner (2002: 58-63), tal declínio esteve concentrado no setor de manufaturados, tendo menor impacto em bens não comercializáveis e ocorreu devido à incapacidade de fabricantes elevarem os preços no mesmo ritmo do crescimento dos custos. Enquanto os preços de manufaturas subiram a uma taxa média anual de 2,3% entre 1965 e 1973, os custos por unidade de mão de obra cresceram a 3,05%. No setor de não manufaturados, os preços cresceram a 4,25% e os custos por unidade de mão de obra a 4,7% (ver tabela 8).

Tabela 8 – Custos, Preços e Taxa de Lucro nos Estados Unidos entre 1965 e 1973 - Variações Percentuais.

	Manufaturados	Não Manufaturados
Taxa de Lucro Líquido	-5,50	-3,00
Salários Reais	1,90	2,70
Produtividade da Mão de Obra	3,30	2,35
Custos por Unidade de Mão de Obra	3,05	4,70
Preços dos Produtos	2,30	4,25

Fonte: BEA e BLS, apud Brenner (2002: 63)

Já taxa de lucro agregada do setor privado declinou, uma vez que os ganhos do setor não manufatureiro não foram capazes de compensar a queda dos manufaturados (Brenner, 2002: 62). Utilizando a metodologia presente em Armstrong *et alli* (1991), observamos uma queda na taxa de lucro nas empresas privadas de 33,67% nos Estados Unidos entre 1965 e 1973 e no setor manufatureiro de 39,56% no mesmo período. A tabela abaixo (9) apresenta esses dados para a economia norte-americana, Alemanha e Japão.

Tabela 9 – Variação da Taxa de Lucro para Setor de Manufaturas e Privado entre 1965 e 1973.

	Estados Unidos	Alemanha	Japão
Manufaturas	-39,56	-21,65	-11,01
Setor Privado	-33,67	-26,06	3,35

Fonte: Armstrong *et alli* (1991) – apêndice A1

Baseado nos dados das tabelas 8 e 9, Brenner (2002: 63-65) defende que a queda na taxa de lucro na economia norte-americana não foi causada nem por um esgotamento tecnológico que reduziria a produtividade – a produtividade no setor de manufaturados cresceu a 3,3% entre 1965 e 1973, contra 2,9% entre 1950 e 1965 –, nem por um aumento no poder dos trabalhadores que comprimiria os lucros – o crescimento do salário real desacelerou quando os lucros apresentaram queda entre 1965 e 1973 (ver tabelas 9 e 10). Portanto, a redução no crescimento da produtividade seria um resultado e não causa do longo declínio (Brenner, 2002: 64).

Tabela 10 – Crescimento da Produtividade e do Salário Real nos Estados Unidos -- Variação Média Percentual

	1950-58	1958-68	1965-73
Produtividade			
Manufaturados	2,0	4,1	3,3
Economia Não Agrícola	2,2	3,3	2,7
Salário Real			
Manufaturados	3,6	2,2	1,9

Fonte: BLS, apud Brenner (2002)

Logo, ressalta-se que mesmo com uma tentativa de redistribuição da renda em favor do capital, reduzindo os salários reais, as taxas de lucro não se recuperaram. Nas tabelas acima (9 e 10) fica claro que a desaceleração no crescimento dos salários reais nos Estados Unidos teve pouco efeito sobre as taxas de lucro.

Quanto ao debate sobre o conflito de classes nesse processo de desenvolvimento, vejamos as visões de Brenner e Arrighi.

Brenner (1998: 23) defende como inconcebível a possibilidade do fator de produção trabalho exercer poder sobre o capital (conflitos verticais) suficiente para provocar um “*long term downturn*”. Segundo ele, as firmas podem contornar uma situação de aumento do poder dos trabalhadores “investindo onde os trabalhadores não tem capacidade para resistir” e devem fazer isso por causa da competição de outros capitalistas. Desse modo, somente a pressão horizontal da competição intercapitalista conseguiria influenciar os lucros e provocar um “*long term downturn*” (Arrighi, 2003: 29).

Em apoio à argumentação de Brenner, existem algumas evidências. Arrighi (2003: 30-31) descreve que intensos conflitos entre capital e trabalho, sejam na forma de greves sejam de luta para a formação de partidos trabalhadores, seguiram, mais que precederam, o início da desaceleração no crescimento das taxas de lucro. Para este autor, há poucas dúvidas de que a competição intercapitalista foi a principal força motora para a redução do crescimento da taxa de lucro. Mas, Arrighi (2003) ressalta as resistências dos trabalhadores através de organizações sindicais e atividades políticas como fator contribuinte para os “downturns” em lucratividade, fato *a priori* excluído como fator contribuinte para a desaceleração da taxa de lucro na análise de Brenner (2002).

Ademais, Brenner foca exclusivamente na repressão do poder trabalhista nos Estados Unidos no final da década de 50 e início de 60, justificando que uma vez ocorrida antes da crise de lucratividade, esta não pode ter sido causada por pressões do fator trabalho. No entanto, Arrighi ressalta a ocorrência de diversos conflitos entre 1968 e 1973, processo denominado “*the pay explosion*”, que teve um “importante e duradouro impacto na trajetória subsequente da competição intercapitalista” (Arrighi, 2003: 35)⁷.

Um ponto adicional colocado por Arrighi (2003: 36-39) diz respeito aos limites da migração do capital e do trabalho. Segundo ele, a tentativa de reduzir pressões salariais via realocação de investimentos ou migrações de trabalhadores não surtiu o efeito esperado de aumento no crescimento da taxa de lucro no período em questão. Ademais, Arrighi questiona a justificativa dada por Brenner quanto à concentração em apenas três economias – Estados Unidos, Japão e Alemanha. Apesar da elevada parcela dessas economias no produto total (53,6%

⁷ Como exemplo, o apoio de De Gaulle em maio de 1968 a um aumento salarial para prevenir rebeliões, o que seria possível somente com o fim da paridade.

do PIB mundial em 1999), a participação das três economias centrais no valor agregado das manufaturas caiu ou estagnou (depende da forma que se considerar os PIB: a taxas de câmbio de mercado ou com base na paridade do poder de compra), cedendo espaço para países em desenvolvimento que teriam sua fatia aumentada de 7,5% em 1975 para 23,3% em 1998. Com isso, Arrighi (2003: 40-41) acusa Brenner de perder um de seus elementos centrais na intensificação da competição.

Por fim, Arrighi (2003) defende que o trabalho teve uma contribuição independente não apenas na redução da lucratividade, mas também em produzir inflação e não deflação⁸ como ocorreu no *downturn* de 1873-96. Na visão de Arrighi, o modelo de Brenner (1998) não é totalmente adequado para explicar o *downturn* de 1973-93.

De qualquer forma, tenham sido os conflitos verticais ou horizontais os responsáveis, um procedimento de ajuste diante de taxas de lucro reduzidas seria a realocação dos meios e fatores de produção de linhas saturadas para novas linhas com maior potencial de lucratividade. Contudo, Brenner (2002: 67) ressalta que isso não ocorreu.

Devido à enorme quantidade de capital fixo imobilizado e “ativos de proprietário” (relações fornecedores, clientes e conhecimento tecnológico acumulado), a estratégia adotada não foi realocar os meios e fatores de produção (Brenner, 2002: 67), mas sim acelerar as mudanças técnicas nas mesmas linhas de produção, desde que pudessem alcançar taxas médias de lucro nos gastos seguintes com capital variável investindo em suas indústrias (atualizando suas plantas e equipamentos, segundo Arrighi (2003)). Ademais, houve a entrada de produtores de países em desenvolvimento que conseguiam produzir com baixo custo, intensificando a pressão decrescente sobre os preços e a taxa de lucro. “Em suma, houve muita saída e pouca entrada” (Brenner, 2002: 68)⁹.

⁸ A estratégia de gerenciamento da crise via deflação seria arriscada em termos políticos e sociais, dado o poder dos trabalhadores naquele momento. Ademais, a estagflação na década de 70 permitiu reduzir o poder do fator trabalho (Arrighi, 2003: 38).

⁹ Arrighi ressalta que na concepção de capitalismo mundial de Brenner não há nenhum mecanismo espontâneo de mercado que previna o desenvolvimento de sobre-capacidade em um número extenso de indústrias ou que esta se torne uma característica crônica da economia mundial uma vez desenvolvida. As firmas de alto custo permaneceriam no mercado devido a ativos tangíveis

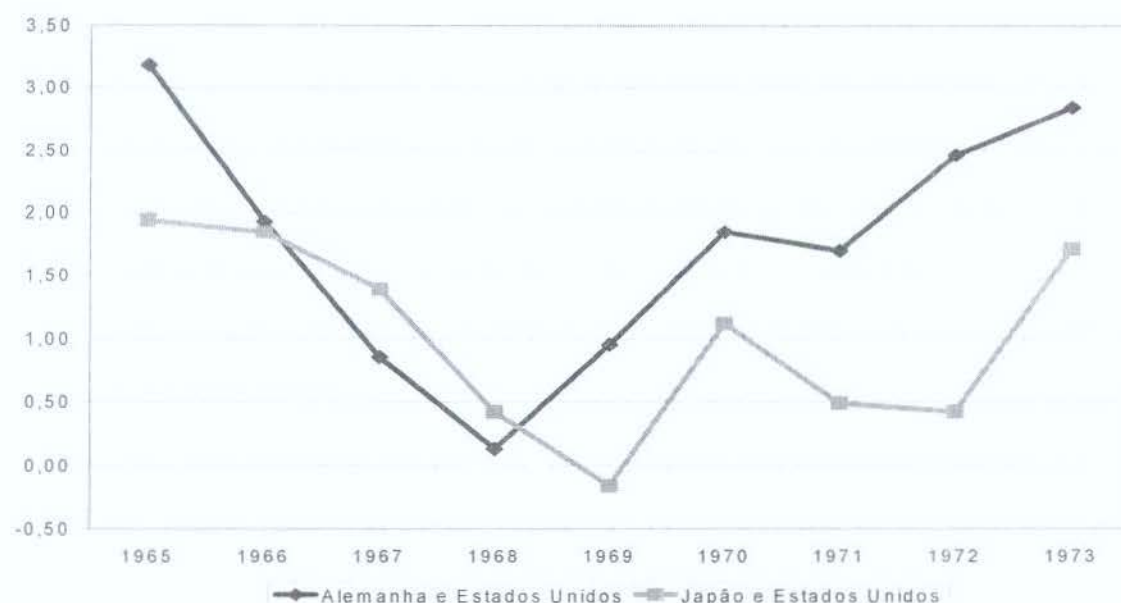
1.2 – Fim de Bretton Woods e da Cooperação Econômica Internacional

Conforme dito anteriormente, a tentativa de cortar custos diretos e indiretos de mão de obra em resposta à redução das taxas de lucro não surtiu efeito. Isso junto da deterioração do balanço de transações correntes norte-americano e a elevada quantidade de dólares de propriedade de não-residentes (investimentos externos crescentes e Guerra do Vietnã¹⁰) exerceram uma pressão para a depreciação da moeda norte-americana. Ademais, com a queda das taxas de juros norte-americanas, ampliando o diferencial em relação à Europa e Japão (ver gráfico 7), a pressão sobre o dólar aumentou e o fluxo de capitais de curto prazo para o dólar diminuiu. Em agosto de 1971, o governo norte-americano pôs fim à conversibilidade do dólar no ouro e em fevereiro de 1973 adotou taxas de câmbio flutuantes, desvalorizando o dólar em relação ao marco e iene e, dessa forma, auxiliando os produtores norte-americanos na concorrência internacional (Arrighi, 2003: 10).

e intangíveis e à dificuldade em realocar meios de produção em um cenário de reduzido crescimento salarial e do investimento (Arrighi, 2003: 12).

¹⁰ Para Arrighi (2003: 42), o impacto da Guerra do Vietnã foi o principal fator de pressão sobre o balanço de pagamentos norte-americanos. Ademais, teria produzido uma aceleração da inflação, colocada como responsável pelo enfraquecimento da competitividade internacional das manufaturas norte-americanas, pela redução da lucratividade e pelo colapso de Bretton Woods.

Gráfico 7 – Diferencial entre Taxas de Juros (Long Term Government Bond Yield):
Alemanha e Estados Unidos; Japão e Estados Unidos



Fonte: IMF/IFS

Com isso, os Estados Unidos não mais apresentavam a necessidade de reduzir o déficit externo via redução da demanda interna, ao mesmo tempo em que capacitou a economia norte-americana a perseguir políticas fiscal e monetária expansionistas, como déficits orçamentários para estimular a demanda doméstica, desvalorização do dólar para aumentar a competitividade de suas manufaturas e depreciar as reservas em dólares dos outros países. Ademais, como o novo padrão era inteiramente não-conversível (fiduciário), não havia o medo de uma fuga para o ouro diante de uma desvalorização do dólar. A partir desse momento, o dólar se tornou a principal reserva de valor, além de meio de pagamento internacional e unidade de conta (Serrano, 2002: 250-252).

Simultaneamente, os formuladores norte-americanos da política monetária estimularam a livre mobilidade dos fluxos de capitais, ao contrário das outras economias avançadas. Os Estados Unidos não somente se opuseram à proposta de “controles cooperativos”, mas também aboliram os seus controles no início de 1974 e pressionaram os demais países a fazer o mesmo (Helleiner, 1994a: 166-168). Esses países, liderados por Alemanha, Japão e França, tentaram de forma

fracassada entre o final de 1971 e 1974 retornar ao sistema de taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis e com baixa mobilidade de capitais semelhante ao de Bretton Woods (Helleiner, 1994a). No caso europeu, através do Acordo Smithsoniano, estabelecido em dezembro de 1971, os países europeus convenceram os Estados Unidos a reter seus controles sobre exportações de capital. Em março de 1972 anunciaram a “serpente”, com o objetivo de limitar os movimentos monetários e cambiais a uma faixa estreita de flutuação, cujas taxas de câmbio eram fixadas ao marco alemão. Contudo não logrou sucesso, sendo desfeito em 1974 (Helleiner, 1994b: 111-115). Segundo Brenner (2002: 69), o intuito norte-americano era forçar a apreciação das moedas dos outros países via fluxos de capitais especulativos que saíam de aplicações em dólar, reduzindo os superávites correntes de seus parceiros. Ademais, o aumento da mobilidade de capitais fortalecia seus interesses financeiros domésticos expressos no processo de internacionalização bancária no primeiro quarto de século do pós-guerra (Brenner, 2002: 69).

A isso seguiu uma maior proteção do comércio internacional por parte dos Estados Unidos, deixando claro que o período de alta cooperação internacional havia acabado. Como exemplo, podemos citar o Acordo Multifibras em 1973, que restringia importações de têxteis e vestuário dos países em desenvolvimento. Posteriormente, em 1974, com a Lei Comercial estabelecendo a Seção 301 que permitia aos Estados Unidos exercerem ação punitiva contra parceiros considerados “desleais”, mas que funcionou como um meio de forçar a adoção de restrições voluntárias às exportações por parte de seus parceiros comerciais.

Vemos, portanto, uma mudança de um contexto de cooperação econômica internacional com elevado crescimento no pós-guerra para uma intensificação da concorrência intercapitalista¹¹, em um cenário de crescimento mais lento e persistência de um declínio nas taxas de lucro.

Para Arrighi (2003: 11), a grande desvalorização do dólar contra o marco alemão (50% entre 1969 e 1973) e o iene (28,2% entre 1971 e 1973) assegurou uma mudança nos custos relativos que não tinha sido possível alcançar através de um crescimento da produtividade e de uma repressão dos salários. O efeito inicial sobre a economia norte-americana foi positivo. A taxa de lucro, o crescimento do investimento e da produtividade ensaiaram uma retomada e no

¹¹ Segundo Serrano (2002), “o acirramento das rivalidades entre Estados Capitalistas e a complexa situação geopolítica da década de 70 naturalmente contribuíram para essa instabilidade sistêmica”.

balanço comercial um superávit foi restaurado. Contudo, o impacto na economia alemã e japonesa foi o oposto. A competitividade de suas manufaturas foi deteriorada, obrigando os seus produtores a aceitar taxas de retorno reduzidas. Ao mesmo tempo, países em desenvolvimento (sobretudo Leste Asiático, mas também Brasil e México) aumentaram suas exportações, ingressando em algumas poucas linhas de produção com base em salários baixos, equipamentos relativamente avançados e financiamentos de grandes bancos a suas empresas. Assim, a competição internacional e a capacidade produtiva redundante em manufaturados foram intensificadas, reduzindo a lucratividade e o crescimento real dos salários e dos encargos sociais. Ou seja, a crise de lucratividade não foi superada, apenas dividida entre os países capitalistas centrais (Arrighi, 2003: 11).

Em suma, como destaca Arrighi (2003), o processo de “uneven development” produziu tanto o longo boom no pós-guerra, como uma crise da taxa de lucro no final dos anos 60 e início dos anos 70. Enquanto as economias retardatárias buscavam alcançar o líder, houve um ciclo virtuoso de altos lucros, investimentos e aumento da produtividade. Contudo, uma vez conseguido, o resultado em todo o mundo foi um excesso de capacidade produtiva e conseqüente pressão para redução do lucro. Ademais, como ressalta Brenner (2002: 76-78), os déficits fiscais keynesianos norte-americanos no final da década de 70 aumentaram a demanda, permitindo muitos fabricantes continuar produzindo e, dessa forma, impediu o ajuste via depressão e destruição de capacidade produtiva ociosa necessária para a restauração de taxas de lucro crescentes¹². Como resultado dos estímulos governamentais, a taxa de inflação acelerou e o déficit no balanço de transações correntes aumentou, precipitando uma corrida ao dólar já em 1977-1978.

¹² Segundo Brenner (2002: 77), o estímulo keynesiano resultou em maior aumento dos preços que da produção. Contudo ele não explica porque isso não resultou em maiores taxas de lucro. Também não explica porque as políticas norte-americanas para restaurar a competitividade manufatureira resultaram em déficits correntes recordes, apesar da escalada de medidas protecionistas citadas acima. Em outro texto, apresenta três causas *ad hoc* que segundo Arrighi não explicam a causa principal da corrida contra o dólar em 1979. São elas: política macro mais estimulante que a das outras economias, menor crescimento da produtividade do trabalho e maior tolerância com os rivais capitalistas na redução da lucratividade (Arrighi, 2003: 14).

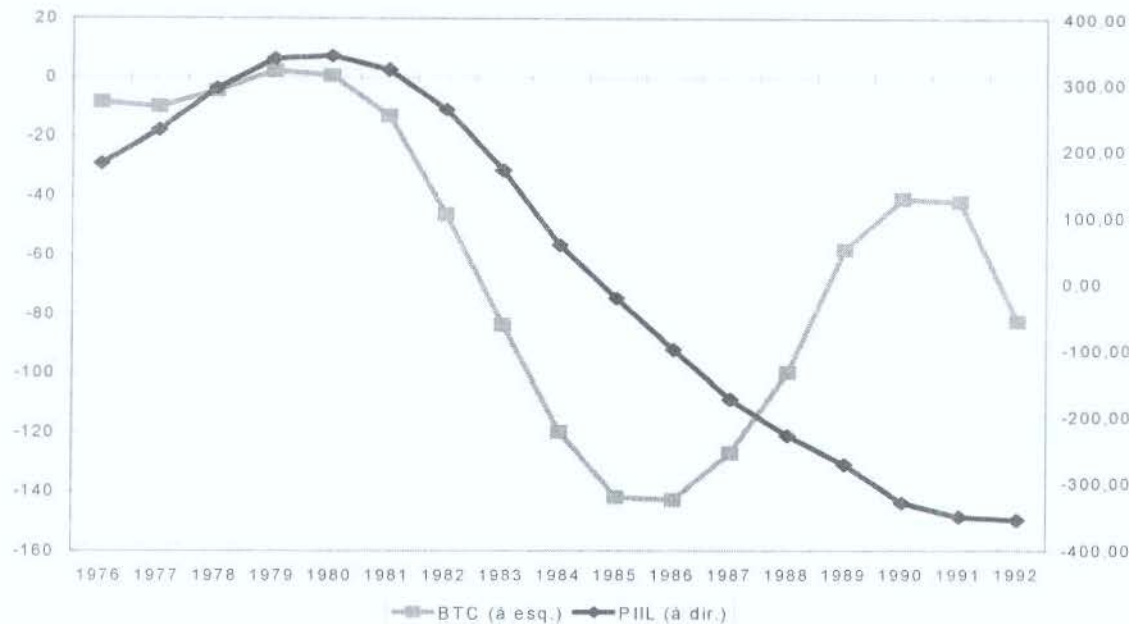
1.3 - Contra-Revolução Monetarista e Retomada Da Hegemonia Norte-Americana

Segundo Serrano (2002), a decisão norte-americana de desmontar o sistema de Bretton Woods fez a economia mundial entrar em um período de maior turbulência. O fim da conversibilidade e a implantação do regime de taxas de câmbio flutuantes no início dos anos 70, além de não conseguir impedir uma queda adicional da lucratividade do setor manufaturado, teve por consequência ameaçar a posição do dólar como moeda de reserva internacional. Contribuíam para isso uma inflação crescente e déficits fiscal e corrente cada vez maiores nos Estados Unidos.

Na medida em que as taxas de juros norte-americanas eram mantidas baixas para operar uma desvalorização do dólar, “desenvolveu-se uma onda especulativa de *commodities* que, combinada com o acirramento dos conflitos distributivos e questionamento da liderança norte-americana, culminou nos choques de petróleo levando a uma explosão inflacionaria jamais vista nos países centrais” (Serrano, 2002: 250). Frente a esses desenvolvimentos, em 1977 e 1978, precipitou-se uma ameaça à posição do dólar como moeda internacional.

Nesse momento, a confiança na economia norte-americana caiu, forçando o dólar para baixo e induzindo o Federal Reserve a elevar as taxas de juros (Federal Funds Effective) de 4,61% em janeiro de 1977 para 10,07% em janeiro de 1979 e posteriormente para 17,61 em abril de 1979. Através do aumento dos juros, o Federal Reserve produziu uma sobrevalorização do dólar na primeira metade dos anos 80 (ver gráfico 10 – entre 1979 e 1985 o câmbio real apreciou quase 50%), contribuindo para a elevação do déficit comercial norte-americano e para a mudança em direção à posição de maior devedor mundial (ver gráfico 8).

Gráfico 8 – Balanço de Transações Correntes e Posição Internacional de Investimento Líquido – Média Móvel Centrada (3 meses), Bilhões de Dólares.



Fonte: BEA

Enquanto as políticas macroeconômicas de caráter deflacionista jogavam a economia mundial em recessão, principalmente a periferia, os Estados Unidos utilizavam a “técnica latino-americana e japonesa” de desenvolvimento (Tavares, 1997). Financiavam o seu crescimento com endividamento externo, déficit fiscal e crédito de curto prazo; como não havia restrição externa diante do novo padrão “dólar flexível”, puderam aumentar o déficit corrente mantendo sua “preeminência financeira e monetária” e incorrendo em um efeito inflacionário mínimo frente à desvalorização do dólar (Serrano, 2002).

A partir desse momento, todos os países foram submetidos à política econômica norte-americana. Diante da dolarização generalizada do sistema de crédito internacional, o resto do mundo passou a ser obrigado a obter superávites comerciais crescentes para compensar os déficits correntes dos Estados Unidos. Isto, por sua vez, esterilizou “o potencial de crescimento endógeno das economias nacionais (...) e converteu os déficits públicos em déficits financeiros estruturais, inúteis para uma política de reativação econômica, de corte keynesiano” (Tavares, 1997: 36).

Em suma, com a elevação da taxa de juros em 1979¹³ e a conseqüente retomada da hegemonia do dólar no sistema monetário e financeiro internacional, os efeitos do fim da conversibilidade e da mudança do regime cambial começam a se manifestar de forma mais clara (Serrano, 2002).

O aumento dos juros no final da década de 70 e início dos anos 80 deve ser visto como parte de uma política mais ampla. Com a ascensão da vertente monetarista nos Estados Unidos com Reagan e na Inglaterra com Thatcher, as políticas do lado da oferta (como redução dos custos e dos impostos) foram colocadas como inevitáveis para a recuperação econômica. O objetivo era elevar a taxa de lucro via aumento do desemprego e redistribuindo renda para o capital via redução de impostos das empresas (Brenner, 2002: 79), ou seja, claramente o objetivo era um crescimento “profit led” conforme descrito em Marglin & Bhaduri (1990).

Ademais, essa mudança na política monetária visava aliviar o excesso de capacidade e produção através da eliminação de empresas manufatureiras de alto custo e baixa lucratividade que haviam sido mantidas pela expansão do crédito no final da década de 70, conter a inflação, instituir a desregulamentação, além de abrir um canal para expansão lucrativa no setor de serviços de baixa produtividade via redução dos salários (Brenner, 2002: 79).

1.4 – A Recuperação da Lucratividade

Como foi dito acima, a tentativa de um crescimento “profit led” foi feito mediante a eliminação dos meios de produção redundantes de alto custo e baixa lucratividade (racionalização industrial) e uma clara redistribuição de renda do trabalho para o capital. O crescimento do salário real foi contido a uma variação média anual de apenas 0,4% entre 1979 e 1990 e os impostos sobre as empresas como percentagem dos lucros corporativos do setor manufatureiro foram reduzidos para um média de 28% entre 1981 e 1990, comparados a uma média de 46% entre 1965 e 1981. Contudo, Brenner (2002: 97) acredita que tais medidas foram insuficientes para sustentar a recuperação do setor manufatureiro norte-americano que ainda se deparava com “saturação de capacidade e de produção e, de modo geral, e encolhimento da demanda em escala

¹³ Arrighi (2003) entende a elevação da taxa de juros em 1979 e a mudança em direção a uma revolução monetarista como uma resposta não somente à crise de lucratividade, mas como um aspecto de uma crise maior de hegemonia norte-americana.

internacional”. Ressalta-se que a combinação dessas políticas do lado da oferta e o brutal aumento dos juros teria produzido a pior recessão desde a década de 30 (somente superada na segunda metade da década de 80)¹⁴.

Para retirar a economia norte-americana e mundial da recessão em que se encontrava, fizeram-se necessárias políticas keynesianas de gasto, déficits fiscal e corrente. Isso ocorreu através de um programa de gastos militares e redução de impostos dos mais ricos no governo Reagan, enquanto o resto do mundo adotava políticas fiscais contracionistas. Como resultado o déficit em conta corrente norte-americano reapareceu, injetando demanda na economia mundial e retirando-a da recessão de 1979-82¹⁵. No gráfico 9 vemos o aumento do déficit fiscal e do déficit corrente norte-americano, atingindo níveis elevados: 5% do PIB potencial e 2,9% do PIB nominal em 1985, respectivamente.

¹⁴ Também detonou a crise de endividamento latino-americana, que colocou em risco a solvência de grandes bancos (Brenner, 2002: 80).

¹⁵ Dentro do aumento dos gastos do governo norte-americano, ressalta-se o caráter complementar do aumento dos déficits públicos no início dos anos 80 com o aumento dos créditos japoneses para os Estados Unidos, a fim de subsidiar o crescimento contínuo das exportações japonesas (Brenner, 2002: 102).

Gráfico 9 – Déficits Corrente e Fiscal - Porcentagem do PIB nominal e potencial, respectivamente



Fonte: BEA e CBO

Ademais, as taxas de juros norte-americanas permaneceram elevadas no início da década de 80, produzindo uma apreciação da taxa de câmbio real efetiva (ver gráfico 10) devido ao aumento dos fluxos de capitais para os Estados Unidos. Entre 1978 e 1985, a taxa de câmbio real efetiva do dólar apreciou-se em 37%; em termos nominais, o dólar valorizou-se em 46,5% contra o marco alemão e 15% contra o iene. Segundo Brenner (2002: 102), o aumento dos fluxos de capitais para os Estados Unidos em um contexto de crescente liberalização financeira refletia o desejo do governo Reagan de fortalecer o setor financeiro norte-americano. No entanto, implicava uma deterioração do cenário para o setor manufatureiro, que já sofria com o aumento dos custos de empréstimos devido ao aumento dos juros e com a redução da demanda em face da recessão no início da década de 80.

Outro fato característico ressaltado por Brenner (2002: 106-107), refere-se à disparidade entre o crescimento do endividamento das empresas não-financeiras e dos investimentos no setor de manufaturados. Enquanto a dívida das corporações crescia a uma taxa média anual de 10,51% entre 1979 e 1990, semelhante aos 10,66% entre 1973 e 1979, o crescimento médio anual de

investimento no setor manufatureiro caiu para 2,5% comparado aos 5,6% entre 1973 e 1979. Ademais, do total de fundos tomados pelas empresas não-agrícolas não-financeiras, somente 21% foram utilizados em gastos com capital, que, segundo Brenner (2002) foram na maior parte financiados com recursos do fluxo de caixa (lucros pós tributação descontados os juros e dividendos mais depreciação). Por trás disso estava a valorização de ativos através de recompra de ações e de fusões e aquisições – cerca de 50% dos fundos emprestados às empresas não agrícolas não financeiras entre 1983 e 1989 foram utilizados para financiar compras líquidas de ações¹⁶.

Como foi dito, apesar da retirada de meios de produção redundantes e de alto custo, a valorização do dólar não viabilizou uma recuperação sustentável do setor manufatureiro norte-americano (Brenner, 2002: 107). Diante de uma crise nesse setor e de uma forte pressão política para restaurar sua competitividade, as principais potências assinaram o Acordo de Plaza em 22 de setembro de 1985. Conjuntamente concordaram em promover uma depreciação do dólar contra o iene e o marco alemão – ver gráfico 10 – a fim de contribuir para a recuperação do setor manufatureiro norte-americano deteriorado com a perda de competitividade frente à valorização do dólar (Brenner, 2002: 108).

¹⁶ Dados do Flow of Funds, tabelas F.102 (NonFarm NonFinancial Corporate Business) e F.213 (Corporate Equities) e Brenner (2002: 106-107).

Gráfico 10 – Taxas de Câmbio: Nominal Iene/Dólar, Euro proxy/Dólar e Real Principais Moedas¹⁷



Fonte: Federal Reserve

Ao mesmo tempo, diversas medidas comerciais protecionistas com o mesmo propósito descrito acima foram implementadas: Acordos sobre Semicondutores de 1986 a 1991, que visava aumentar as exportações de chips para o Japão; a Lei Múltipla de Comércio e Competição de 1988 (Super 301), que buscava estender a Lei de 1974 a um número maior de países; a Lei de Impedimentos Estruturais de 1989, visando maior abertura do mercado japonês; dentre outras.

Embora as medidas adotadas acima abrissem caminho para uma recuperação no setor manufatureiro norte-americano, geraram dificuldades para as indústrias japonesa e alemã, além de uma expansão manufatureira no Leste Asiático, já que as moedas desses países atrelaram-se ao dólar. Com a desvalorização do dólar, os países do Leste Asiático recém industrializados aumentaram suas exportações de 1,2% para 6,4% nas exportações mundiais entre 1965 e 1990.

¹⁷ Índice ponderado do valor externo do dólar contra um conjunto de moedas que circulam amplamente fora do seus país de emissão. Os pesos são derivados de um índice amplo. Quanto à taxa de câmbio euro proxy/dólar, ver a metodologia empregada em: <http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Summary/>

Ou seja, como apresenta Brenner (2002: 109-113), a obtenção de crescimento nas taxas de lucro norte-americanas durante a década de 80 se deu às custas de fabricantes, sobretudo, alemães e japoneses, através da depreciação do dólar, baixo crescimento salarial e eliminação de meios de produção redundantes. Portanto, o problema foi apenas repassado a outras economias e não resolvido, pouco contribuindo para a resolução do excesso de capacidade e produção em escala internacional.

Além disso, Brenner (2002: 109) ressalta que pouco da recuperação da competitividade e dos lucros no setor manufatureiro norte-americano pode ser atribuído a um crescimento da produtividade. Entre 1986 e 1993, o crescimento médio da produtividade manufatureira norte-americana foi de 2,5%, mais baixo que o observado em várias economias do G-7 (4,8% no Reino Unido, 4,5% no Japão e 3,3% na França), com exceção do Canadá (2,2%) e Alemanha (1,7%). Segundo Brenner (2002: 109), “quase tudo se deveu às diferenças no crescimento salarial e nas taxas cambiais”. A média anual de aumento nos salários reais por hora no setor de manufaturados norte-americano foi de apenas 0,15% no mesmo período analisado acima, comparado com os 2,9% no Japão e 2,85% na Alemanha (ver tabela 11).

Tabela 11 – Produtividade e Salário Real na Tríade entre 1965 e 1973 – Variação Média Anual

	Estados Unidos	Japão	Alemanha
Produtividade	2,50	4,50	1,70
Salário Real (por hora)	0,15	2,90	2,85

Fonte: Brenner (2002: 109-110)

Ancoradas na combinação descrita acima (ajuste industrial, contenção salarial e depreciação do dólar), as exportações norte-americanas de manufaturados retomaram seu crescimento. Entre 1986 e 1995, o valor das exportações de manufaturados cresceu a 2,3%, contra 0,6% entre 1982 e 1986. As exportações de bens de consumo manufaturados e automóveis cresceram de 0,94% do PIB em 1985 para 1,59% do PIB em 1993. Já o saldo comercial do mesmo só apresentou redução a partir de 1987, como podemos ver no gráfico 11. Como resultado das medidas adotadas, a taxa de lucro do setor cresceu 49% entre 1985 e 1989.

Gráfico 11 – Exportação e Saldo de Bens de Consumo Manufaturados e Automóveis – Porcentagem do PIB

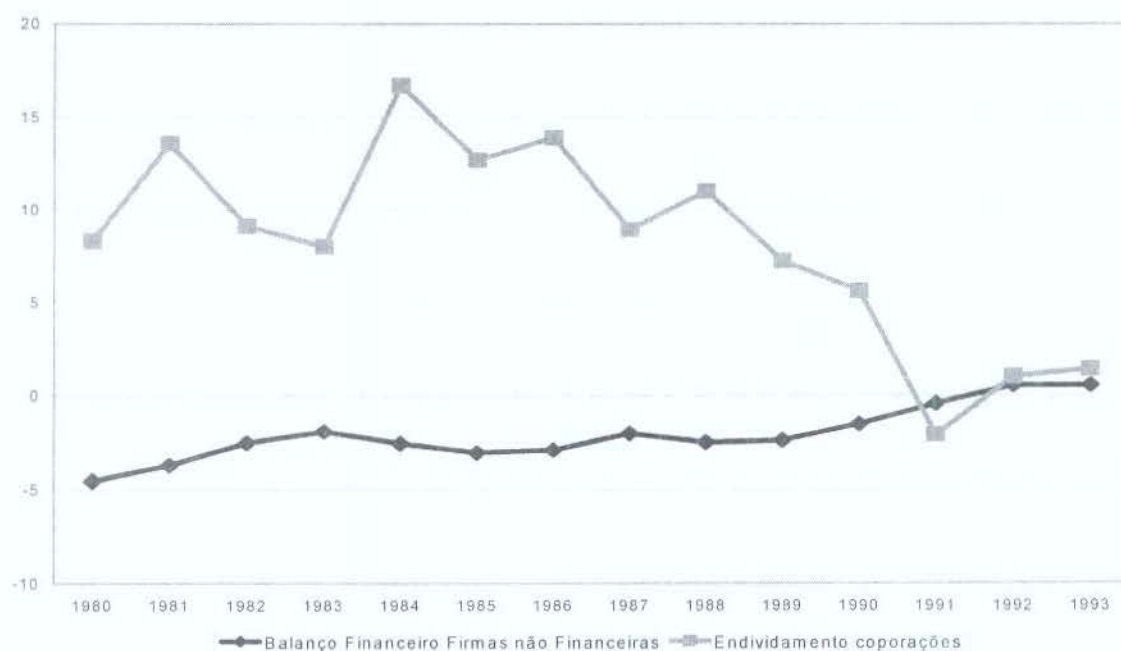


Fonte: BEA; elaboração própria

Por fim, a recessão no início dos anos 90 ameaçou interromper a recuperação do setor manufatureiro, dada a elevada relação dívida/patrimônio líquido: 90,13%¹⁸. Contudo, o Federal Reserve interveio reduzindo as taxas de juros com o objetivo de estabelecer a saúde financeira dos balanços das corporações norte-americanas. A taxa de juros real Fed Funds caiu de 5,3% em 1989 para 0,3% em 1993 e a taxa de juros real sobre bônus de 30 anos do Tesouro caiu de 4,9% em 1988 para 3,6% em 1993. Já a dívida das corporações cresceu em uma média anual de apenas 1,48% contra 9,88% entre 1985 e 1990 (ver gráfico 12).

¹⁸ Cálculo feito utilizando a metodologia empregada por Dos Santos (2004).

Gráfico 12 – Balanço Financeiro e Taxa de Endividamento Corporações – Variação Anual



Fonte: Federal Reserve; elaboração própria

Diante de uma melhora na sua posição financeira visível no gráfico acima e de uma recuperação na taxa de lucro, o setor de manufaturados parecia estar “mais bem posicionado para levar adiante a economia do que em qualquer época desde o início dos anos 1960” (Brenner, 2002: 123).

A partir de 1993 o setor manufatureiro norte-americano parecia ser capaz de entrar em um período de crescimento sustentado através de um “reflorescimento da competitividade e de suas exportações” (Brenner, 2002: 124-125), contribuindo para o crescimento da taxa de lucro em 33% entre 1986 e 1993. Com o aumento dos investimentos nesse setor, conseguiu estimular a demanda do setor de não manufaturados, prosperando em conjunto (Brenner, 2002: 144).

A partir desse momento, a economia norte-americana parecia ter saído do longo período de estagnação e menor dinamismo econômico vigente durante duas décadas, apesar do problema de excesso de capacidade produtiva internacional no setor de manufaturados não ter sido resolvido. No capítulo seguinte veremos as bases da recuperação da economia norte-americana no início da década de 90.

CAPÍTULO 2 – EVOLUÇÃO DA ECONOMIA NORTE-AMERICANA NA DÉCADA DE 90.

Nesse capítulo, será feita uma análise da evolução da economia norte-americana na década de 90, ressaltando os principais elementos responsáveis pela expansão econômica nessa década e as características centrais desse período. Será analisada a hipótese presente em Brenner (2002) de que a economia norte-americana perde o eixo de sua recuperação e tem seu crescimento prolongado pela inflação de ativos financeiros a partir do Acordo de Plaza Invertido em 1995. Procuraremos ressaltar a visão de Brenner, Godley e outros autores sobre o comportamento peculiar da economia norte-americana na década de 90.

Na primeira seção, faremos uma descrição do comportamento macroeconômico nos anos 90 e da visão de Brenner sobre o período. O “Acordo de Plaza Invertido” e os seus efeitos sobre a economia norte-americana também serão abordados nessa parte. Na segunda seção, apresentaremos a visão do governo sobre o período, principalmente através do Economic Report of the President. Ademais, avaliaremos o comportamento de diversas variáveis econômicas comparando com períodos anteriores de expansão da economia norte-americana.

2.1 – Crescimento Econômico nos Anos 90: principais contribuintes e dinâmica macroeconômica

Como vimos no capítulo 1, a economia norte-americana tem o seu crescimento acelerado na década de 90 em relação à década anterior. A variação média anual do PIB nos anos 90 atinge 3,11% contra 3,07% na década de 80. Mas, quando comparado com os anos 60 e 70, a década de 90 fica atrás: 4,44% e 3,27%. Ademais, vemos na tabela 12 abaixo a aceleração do crescimento econômico na segunda metade da década de 90. Enquanto a variação média anual do PIB Real alcançou 2,37% entre 1990 e 1995, no período seguinte, 1996 a 2000, essa taxa atingiu 4,12% (ver tabela 4).

Tabela 12 – Variação Percentual do PIB e de seus componentes na década de 90.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PIB	1,9	-0,2	3,3	2,7	4	2,5	3,7	4,5	4,2	4,5	3,7
Consumo Privado	2	0,2	3,3	3,3	3,7	2,7	3,4	3,8	5	5,1	4,7
Investimento Privado	-3,4	-8,1	8,1	8,9	13,6	3,1	8,9	12,4	9,8	7,8	5,7
Gastos Governo	3,2	1,1	0,5	-0,9	0	0,5	1	1,9	1,9	3,9	2,1
Exportações	9	6,6	6,9	3,2	8,7	10,1	8,4	11,9	2,4	4,3	8,7
Importações	3,6	-0,6	7	8,8	11,9	8	8,7	13,6	11,6	11,5	13,1

Fonte: BEA

Tabela 13 – Contribuição à Variação Média Anual do PIB Real na década de 90.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PIB	1,9	-0,2	3,3	2,7	4	2,5	3,7	4,5	4,2	4,5	3,7
Consumo Privado	1,34	0,11	2,18	2,23	2,52	1,81	2,31	2,54	3,36	3,44	3,17
Investimento Privado	-0,53	-1,2	1,07	1,21	1,93	0,48	1,35	1,95	1,63	1,33	0,99
Gastos Governo	0,64	0,23	0,11	-0,18	0	0,1	0,18	0,34	0,34	0,67	0,36
Exportações Líquidas	0,43	0,69	-0,04	-0,59	-0,43	0,11	-0,14	-0,34	-1,16	-0,99	-0,86

Fonte: BEA

Nos dois primeiros anos da década de 90, a economia norte-americana exibiu um baixo dinamismo, 1,9% em 1990 e -0,2% em 1991. Houve queda no crescimento do PIB no último trimestre de 1990 (-3% anualizado) e no primeiro de 1991 (-2% anualizado), caracterizando uma recessão. Esta foi liderada por reduções no gasto privado, tanto consumo (-2,8% no quarto trimestre de 1990 e -1,7% no primeiro de 1991) como investimento (-22,9% no quarto trimestre de 1990 e -15,4% no primeiro de 1991). A queda só não foi maior devido ao crescimento no gasto do governo e redução das importações. Ressalta-se também a contribuição negativa do investimento privado no crescimento do PIB em 1990 e 1991 (-0,53 e -1,2 pontos percentuais, respectivamente) e a contribuição positiva das exportações líquidas no crescimento do PIB, 0,43 e 0,69 pontos percentuais, respectivamente. A partir de 1992, isso foi revertido: o gasto privado em consumo e investimento passa a liderar o crescimento econômico e as exportações líquidas a contribuir negativamente.

Em decorrência desse reduzido crescimento econômico, o desemprego aumentou no início da década, atingindo 7,5% da força de trabalho acima dos 16 anos em 1992 e a produtividade cresceu somente 1,9% e 1,7%, (ver tabela 14).

Tabela 14 – Comportamento da Produtividade, Inflação, Desemprego e Empregos Criados na década de 90 – Variação Percentual Média Anual.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Produtividade ¹	1,9	1,7	4	0,4	1,2	0,5	2,7	1,6	2,7	2,8	2,8
Inflação ²	5,4	4,2	3	3	2,6	2,8	3	2,3	1,6	2,2	3,4
Desemprego	5,6	6,9	7,5	6,9	6,1	5,6	5,4	4,9	4,5	4,2	4,0
Empregos criados ³	-26	-737	1105	2478	3583	1833	2811	3129	2735	3059	1711

1 - Firmas não agrícolas
2- Índice de Preços ao Consumidor, sem ajuste sazonal.
3 - Total não agrícola em folha de pagamento; em milhares de unidades.

Fonte: BLS

Nos anos seguintes a 1992, a trajetória de crescimento da economia norte-americana é alterada. Para melhor compreendermos, devemos ressaltar rapidamente o momento pelo qual passava a economia internacional e a mudança na administração da política econômica norte-americana.

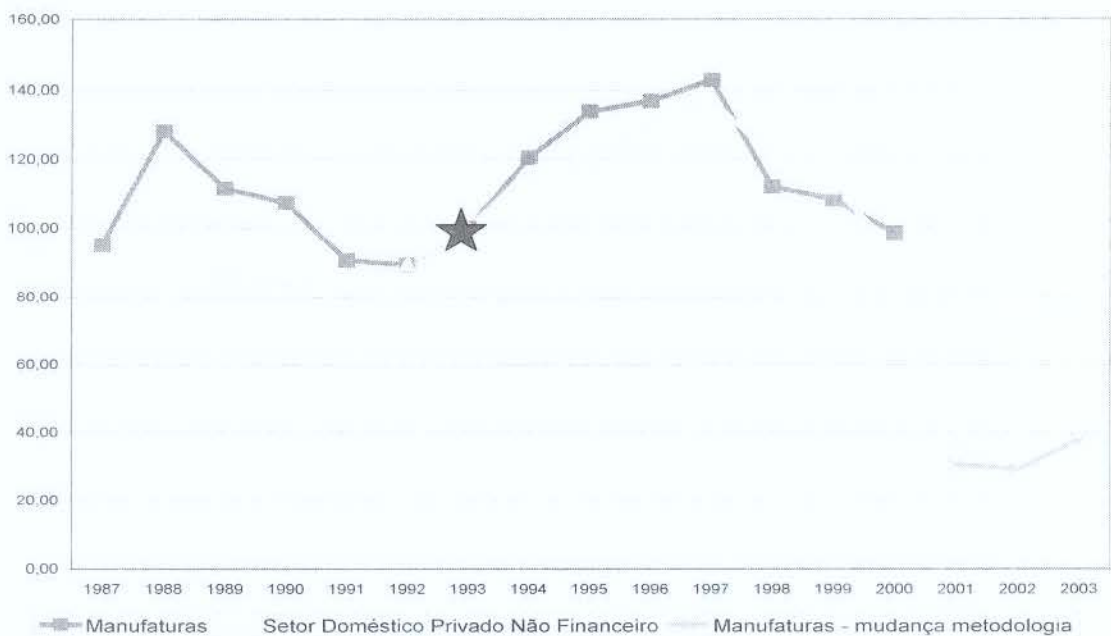
As economias centrais apresentavam um lento crescimento econômico como resultado de políticas de austeridade fiscal e do baixo crescimento do investimento privado em face de reduzidas taxas de lucro. Para a recuperação do crescimento da economia internacional seria necessário a continuidade dos crescentes déficits fiscais norte-americanos. No entanto, o enorme acúmulo de dívida pelo governo norte-americano e a mudança na gestão da política fiscal em 1993 com Robert Rubin na administração Clinton impôs um cenário de menor crescimento nos gastos do governo (Brenner, 2002: 88-89). Somava-se a isso o aumento da taxa de desemprego e o lento crescimento salarial.

Portanto, fazia-se necessário uma retomada do investimento privado através de aumento da dívida privada para estimular a economia. Em 1992 algumas medidas foram tomadas para

recuperação da economia e, como resultado, a economia ensaiou uma retomada no crescimento econômico de forma sustentada.

Segundo Brenner (2002), a recuperação das taxas de lucro (ver gráfico 13) nos Estados Unidos foi essencial nesse processo, estimulando novos investimentos e o crescimento da produtividade. Em 1994, o investimento acelerou fortemente, crescendo a 13,6% e o consumo provado a 3,7%.

Gráfico 13 – Índice de Taxa de Lucro¹ (1993=100) nos Estados Unidos – Economia Privada Não Financeira e Setor de Manufaturados².



1 – Lucro (corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustments) sobre o estoque de capital.

2 - Há uma mudança nas tabelas de lucro corporativo do BEA (6.16B) após 2000. Essa mudança acrescenta o setor "utilities" nas indústrias domésticas não financeiras, reduzindo substancialmente os lucros do setor manufatureiro doméstico. A linha em azul correspondente à nova metodologia em manufaturas após o ano 2000.

Fonte: BEA; elaboração própria.

Apesar da desvalorização do dólar entre 1992 e 1995, a taxa de variação das importações aumentou atingindo 11,9% em 1994, enquanto as exportações cresceram a uma média de 6,2%. Além da desvalorização, o governo norte-americano estimulou maiores exportações através de

isenções de impostos e repressão ao crescimento salarial¹⁹. Considerando os impostos incidentes sobre a renda das corporações em relação à renda nacional²⁰, vemos que essa relação cai de 3,19% em 1987 para 2,67% em 1992 para toda a indústria como um todo. Já em relação ao setor de manufaturas, essa queda é maior: 6,69% em 1988 para 4,86% em 1992, refletindo um incentivo para a retomada das exportações e da competitividade das indústrias norte-americanas. Quanto aos salários, observamos um crescimento médio anual dos salários no setor manufatureiro de -0,2%.

Contudo, a baixa demanda mundial e a retomada do crescimento da economia norte-americana, fizeram com que as exportações líquidas passassem a contribuir negativamente para o crescimento do PIB (ver tabela 13). Mesmo assim, o déficit no balanço de transações correntes não era preocupante, cerca de 1,5% do PIB.

O PIB em 1992 apresentou uma variação de 3,3% seguido de 2,7% e 4% em 1993 e 1994, respectivamente, reduzindo a taxa de desemprego de 7,5% em 1993 para 6,1% em 1994. Apesar disso, a inflação se manteve em um patamar reduzido, cerca de 3% ao ano.

Portanto, a economia norte-americana parecia trilhar uma trajetória sustentável de crescimento econômico: o setor público reduzia o seu déficit financeiro, o setor privado retomava os investimentos e o setor externo apresentava um déficit estável (ver gráfico 1).

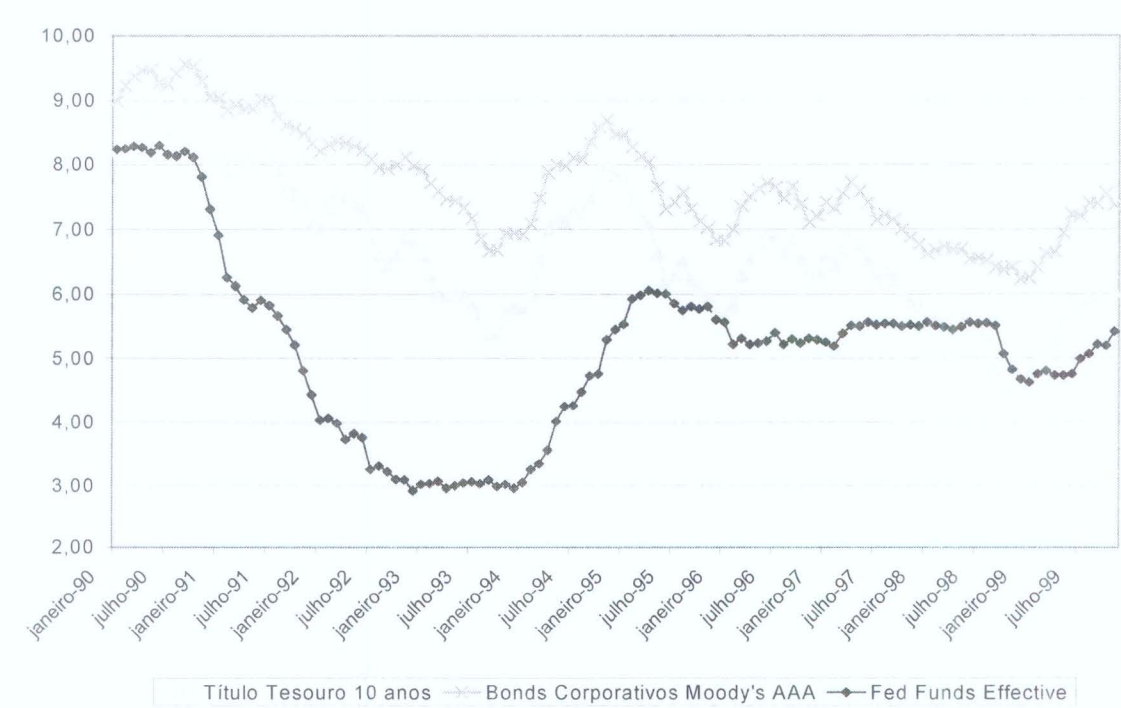
No entanto, entre o início de 1994 e meados de 1995 o Federal Reserve interveio elevando as taxas de juros e reduzindo (ver gráfico 14) a aceleração da expansão econômica no final de 1994. Segundo Brenner (2002), a razão era a preocupação com o maior dinamismo da economia que parecia estar ganhando ímpeto, aproximando-se do nível de pleno emprego (apesar da taxa de desemprego estar em torno de 6%) e, com isso, ameaçando uma aceleração da inflação. O índice de preços ao consumidor anualizado aumentou de 2,5% em janeiro de 1994 para 3,0% em setembro do mesmo ano e 3,2% em maio de 1995. Afim de reverter essa trajetória, a taxa de juros

¹⁹ Segundo Brenner (2002: 124). “o Fed postou-se pronto a intervir no instante em que a taxa de desemprego ameaçasse cair abaixo da sua “taxa natural” e pronto a deslanchar uma mais rápida subida nos preços. O enfoque da política econômica estatal no controle dos custos, na restrição da demanda e na contenção da moeda não poderia ter sido aplicado mais explicitamente à repressão salarial...”.

²⁰ (Taxes on Corporate Income/National Income without Capital Consumption Adjustment) extraído da seção 6 de BEA/NIPA tables e calculada para a indústria total e para o setor manufatureiro.

básica (Federal Funds Rate Effective) aumentou de 3,05% em janeiro de 1994 para 6,05% em abril de 1995, retardando fortemente o crescimento do investimento de 13,6% em 1994 para 3,1% em 1995. Com isso, a economia norte-americana desacelerou, crescendo a 2,5% em 1995 com elevada participação do consumo (responsável por 72,4% do crescimento), apesar do seu menor crescimento (ver tabelas 12 e 13). Ressalta-se a manutenção de uma baixa taxa de inflação (índice de preços ao consumidor) em 1995, 2,8% ao ano.

Gráfico 14 – Taxas de Juros na Década de 90 – Porcentagem ao ano



Fonte: Federal Reserve

Segundo Brenner (2002: 124), “houvesse a economia sido deixada a seus próprios expedientes, a expansão da década de 1990 teria ganhado força a partir de 1993-1994” com o reflorescimento do setor de manufaturados.

No final de 1995, o Federal Reserve reduziu os juros (ver gráfico 14) e durante 1996 e 1997, a economia parecia se expandir de forma sustentada. No terceiro trimestre de 1995, a

economia cresceu a 3,3% anualizados, atingindo 6,7% no segundo trimestre de 1996 e 6,2% no segundo trimestre de 1997. No ano, o PIB norte-americano cresceu 3,7% em 1996 e 4,5% em 1997 (ver tabela 12). Ao analisarmos os dados da tabela 12 e 13, vemos que todos os componentes da demanda agregada apresentaram variação positiva crescente nesses dois anos. O consumo se expandiu a 3,4% em 1996, contribuindo com 2,31 pontos percentuais no PIB e a 3,8% em 1997, sendo responsável por 2,54 pontos percentuais no crescimento. Como resultado, um número crescente de empregos foi gerado: 2,8 milhões em 1996 e 3,1 milhões em 1997 (ver tabela 14). Já o investimento se expandiu a taxas elevadas: 8,9% em 1996 e 12,4% em 1997 – 1,31 e 1,95 pontos percentuais no crescimento do PIB, respectivamente.

Diante de taxas tão elevadas e sustentadas ao longo desses anos, vale analisar onde ocorreram tais investimentos. A tabela 15 evidencia a concentração desses investimentos em investimento não residencial e em equipamentos e softwares.

Tabela 15 – Contribuição à Variação Percentual no Investimento Real Privado Fixo por tipo.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	-2,10	-6,50	5,90	8,80	9,30	6,50	9,00	9,20	10,20	8,30	6,50
Não Residencial											
estruturas	0,36	-3,95	2,38	6,25	6,54	7,41	6,77	8,69	8,11	6,69	6,31
equipamentos e softwares	0,34	-2,67	-1,37	-0,15	0,34	1,17	1,06	1,38	1,00	-0,08	1,25
equipamentos	0,02	-1,27	3,75	6,40	6,20	6,24	5,70	7,31	7,11	6,77	5,06
Residencial											
estruturas	-2,44	-2,54	3,56	2,31	2,78	-0,95	2,20	0,53	2,06	1,65	0,21
equipamentos	-2,42	-2,51	3,53	2,29	2,77	-0,95	2,20	0,53	2,03	1,61	0,19
equipamentos	-0,02	-0,03	0,02	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,03	0,04	0,02
Total em estruturas	-2,08	-5,18	2,17	2,14	3,11	0,21	3,27	1,91	3,03	1,53	1,44
Total em equip. e softwares	-0,01	-1,30	3,77	6,41	6,21	6,25	5,70	7,30	7,14	6,81	5,08

Fonte: BEA; elaboração própria

Em 1995, o investimento total em equipamentos e softwares (equipamentos de processamento de informação e softwares, equipamentos industriais e de transporte) respondeu por 6,25 pontos percentuais dos 6,5% de variação no investimento real privado fixo. Nos anos seguintes, persiste uma participação significativa: 5,7 dos 9% em 1996 e 7,3 dos 9,2% de variação em 1997.

A recuperação da lucratividade, baseada na desvalorização do dólar na primeira metade da década de 90, na contenção salarial e na redução de impostos para as empresas parecia estar gerando resultados positivos na economia norte-americana. A economia norte-americana não estava mais sendo empurrada pelo crescente déficit fiscal. Apesar de sua contribuição positiva no crescimento do PIB (ver tabela 13), o déficit estava sendo reduzido (ver gráfico 15). No primeiro trimestre de 1993, o déficit fiscal correspondeu a 4,95% do PIB. Já no quarto trimestre de 1996, esse foi reduzido para 1,46% do PIB, transformando-se em superávit no primeiro trimestre de 1998. Desse modo, o investimento privado crescente firmado, segundo Brenner (2002: 187), na recuperação das taxas de lucro (ver gráfico 13), parecia liderar o crescimento econômico.

Gráfico 15 – Saldo Financeiro do Governo como Porcentagem do PIB (- déficit/+ superávit)

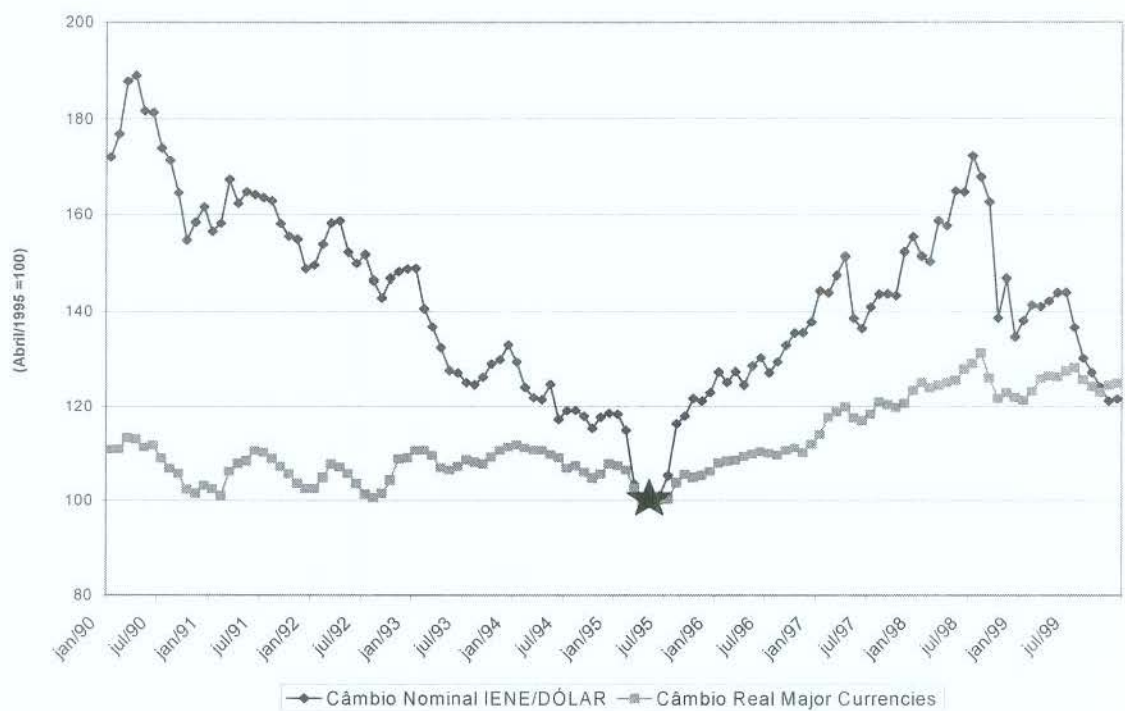


Fonte: BEA

Contudo, no final de 1995, as bases da recuperação norte-americana foram alteradas com o chamado Acordo de Plaza Invertido. Em abril de 1995, o iene estava extremamente apreciado em relação ao dólar, prejudicando os produtores japoneses que tinham nas exportações o seu principal mercado.

Liderados por Robert Rubin, secretário do Tesouro norte-americano, os Estados Unidos abandonaram a estratégia de forçar a abertura do mercado japonês de autopeças e ingressaram em um acordo com os governos japonês e alemão para apreciar o dólar e depreciar o iene e o marco alemão (Brenner, 2002: 189) – ver gráfico 16. Tal mudança foi realizada através de redução da taxa de juros japonesa em relação à dos Estados Unidos, ampliação das aquisições japonesas dos títulos norte-americanos e compras de dólares por parte da Alemanha e do próprio governo dos Estados Unidos. A partir desse momento, um dólar em alta passava a pressionar a competitividade e a taxa de lucro do setor manufatureiro norte-americano.

Gráfico 16 – Taxas de Câmbio: Nominal Iene/Dólar e Real Principais Moedas²¹



Fonte: Federal Reserve

Na visão de Brenner (2002: 189), o Acordo de Plaza Invertido retirou a “pedra angular de uma política externa americana voltada para a competitividade e as exportações”. Ao contrário do

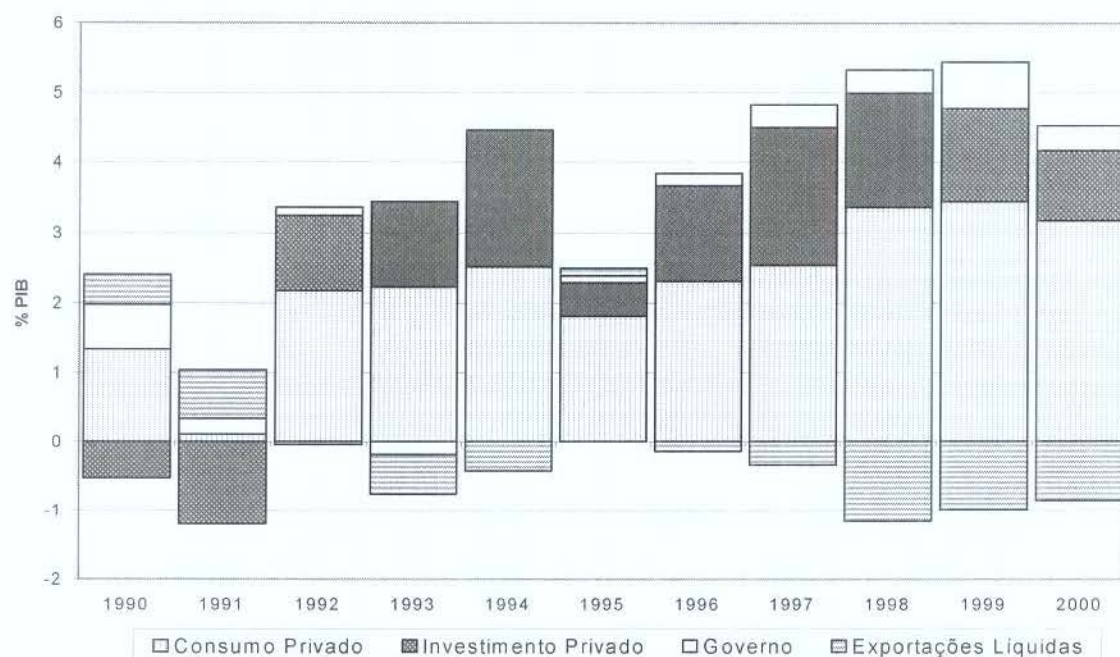
²¹ Índice ponderado do valor externo do dólar contra um conjunto de moedas que circulam amplamente fora do seus país de emissão. Os pesos são derivados de um índice amplo. Para maiores detalhes, ver Real Indexes - Major Currencies :

<http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Summary/>

que aconteceu em 1985, agora os Estados Unidos vieram salvar uma indústria japonesa de manufaturados que estava em crise devido à alta do iene. Ao renunciar à depreciação engendrada desde o final de 1992 até início de 1995, os Estados Unidos receberam em troca fluxos crescentes de capitais estrangeiros e um aumento brutal nas importações, deteriorando a competitividade das exportações de manufaturados. Simultaneamente aumentava o financiamento do crescente déficit corrente, permitindo reduzir os juros no final de 1995 (ver gráfico 14) e elevar os preços das ações norte-americanas. Com isso, geravam-se as condições para o agravamento de problemas estruturais como aumento do déficit corrente, do passivo externo e do excesso de capacidade ociosa e surgimento de outros como déficit financeiro do setor privado (Godley, 2003).

A valorização das ações norte-americanas ao gerar uma percepção de aumento do estoque de riqueza permitiu um crescimento extraordinário do endividamento privado (detalharemos essa questão no capítulo 3), viabilizando uma troca entre as variáveis que conduziam o crescimento econômico. A recuperação das taxas de lucro terminou em 1996 (ver gráfico 4), entrando em queda abrupta em 1998, esgotando o dinamismo das exportações e a competitividade de suas manufaturas. Na tabela 13 vemos a contribuição negativa crescente das exportações líquidas em 1996 e 1997. No seu lugar, houve um crescimento do consumo e de sua participação no crescimento do PIB, e dos investimentos privados direcionados para o mercado interno. No gráfico 17, fica evidente a crescente participação do gasto privado no crescimento do PIB após 1995.

Gráfico 17 – Contribuição ao Crescimento do PIB



Fonte: BEA

Portanto, enquanto as taxas de lucro dos manufaturados eram reduzidas pela apreciação do dólar e pela perda de competitividade, o valor das ações norte-americanas aumentava. Com a redução das taxas de juros²², houve um aumento na tomada de empréstimos corporativos para o financiamento de compras de ações no mercado financeiro. A partir desse momento, ocorreu um descolamento nítido entre o valor das ações e os lucros corporativos, dando início a uma bolha no mercado acionário.

Brenner (2002) ressalta a atitude do Fed em reduzir as taxas de juros e permitir um crescente endividamento por parte das empresas com o propósito de comprar suas próprias ações²³, valorizando-as²⁴ direta e intencionalmente e viabilizando novos empréstimos. Não

²² A taxa de juros de “bonds” corporativos Moody’s AAA caiu de 8,12% em janeiro de 1995 para 6,81% em janeiro de 1996, reduzindo o custo de tomada de empréstimos de longo prazo para empresas privadas.

²³ “...estimuladas assim a proceder pela lei tributária norte-americana que provê impostos taxas mais baixas de impostos sobre os ganhos de capital do que sobre os dividendos (para acionistas) e permite às empresas anularem inteiramente os pagamentos de juros” (Brenner, 2002: 207-208). As recompras de ações pelas próprias empresas corresponderam, segundo Brenner, a US\$ 134,3 bilhões em 1997, US\$169,1 bilhões em 1998 e US\$ 145,5 bilhões em 1999 ou 60% das retiradas brutas totais nesses três anos – dados não publicados pelo Federal Reserve.

elevou as taxas de juros, nem impôs exigências de maiores reservas aos bancos, nem implementou a Regulamentação T que rege a margem de exigências nos empréstimos para as compras de ações. Embora pronunciando uma alerta sobre a “exuberância irracional” em dezembro de 1996 e elevando as taxas de juros em março de 1997²⁵, o mercado ignorou Greenspan prosseguindo na valorização das ações. Ademais, o fato do custo de financiamento através de empréstimos ser mais elevado que via emissão de ações naquele momento evidenciava o propósito de valorizar intencionalmente o preço das ações.

Com isso, assistimos de 1997 em diante a um rápido crescimento estimulado pelo setor privado, redução do desemprego, criação de empregos e manutenção da inflação em um patamar reduzido. Em 1997 a economia cresceu a 4,5%, em 1998 a 4,2% e em 1999 a 4,5%, atingindo uma taxa de desemprego de 4,2% da força de trabalho nesse último ano – menor desemprego desde o final dos anos 60. Desde logo, ressaltamos o extraordinário aumento do gasto privado em relação à renda, implicando crescente endividamento, enquanto o setor público caminhava em direção ao superávit (ver gráfico 1). Como sabemos, esse elevado e peculiar crescimento gerou graves desequilíbrios financeiros na economia norte-americana que dependia da continuidade da alta dos preços das ações para um crescimento elevado. Exploraremos em detalhe essas questões no capítulo seguinte.

Antes disso, veremos a visão do governo norte-americano sobre o desempenho de sua economia na década de 90, a crítica feita por Brenner à chamada “Nova Economia” e em que a expansão da década de 90 difere das anteriores.

2.2 – Visão do Governo e Peculiaridades da Expansão na Década de 90

²⁴ Outro incentivo seria a não obrigação de declarar os custos das opções de ações nos relatórios aos acionistas e a permissão de dedução desses mesmos custos da receita das empresas. Desse modo, cria-se um incentivo para as empresas “exagerarem os seus ganhos publicamente para o benefício de seus acionistas, enquanto os desinfla privadamente para o benefício do Internal Revenue Service” (Brenner, 2002: 211). Brenner cita estudo de Morgnson (“Investors May Now Eye Costs of Stock Options”) sobre as empresas do S&P 500. Em 1999, todas elas teriam sua receita líquida reduzida 6% caso as opções de ações tivessem sido contadas como despesas.

²⁵ Brenner (2002) atribui o início da fuga de capitais no Leste Asiático a esse aumento.

O Economic Report of the President (2000) – ERP (2002) – descreve a performance da economia norte-americana na década de 90 como surpreendente quando comparada com as décadas anteriores. No lugar de um crescimento lento, instável e com crescente desigualdade, surgiu um crescimento forte e sustentável. Em 1999, o PIB real cresceu a 4,5% e 2,7 milhões de empregos com carteira assinada foram criados. O ERP (2000) atribui essa alteração no cenário econômico ao rápido avanço tecnológico, à maior abertura comercial e ao investimento em capital físico e humano.

Um dos principais contribuintes para essa expansão teria sido o investimento em plantas e equipamentos, particularmente, computadores e tecnologia da informação, cujos preços caíram rapidamente na década de 90. Materiais científicos, biotecnologia e tecnologia médica também teriam avançado rapidamente e gerado benefícios econômicos. Investimentos em equipamentos de processamento de informação e software cresceram a 18,47% ao ano entre 1993 e 1999. Ademais, a participação do investimento real no PIB cresceu no período (ver gráfico 17), assim como a participação dos investimentos de alta tecnologia no investimento total. O ERP (2000) estima que o gasto em P&D aumentou a taxas anuais de 5% entre 1993 e 1999.

Como vimos acima, o crescimento do produto na década de 90 foi predominantemente dirigido pelo setor privado. Comparando a década de 60 e a década de 80, a afirmação acima fica clara. Entre 1961 e 1969, o dispêndio privado foi responsável por 81,76% do crescimento do PIB, entre 1982 e 1989 por 89,3%; e entre 1991 e 2000, por 101,82% (ver tabela 16)!

Tabela 16 – Crescimento do PIB Real (chained (2000) dollars) e Participação dos Principais Componentes – Variação Média Anual.

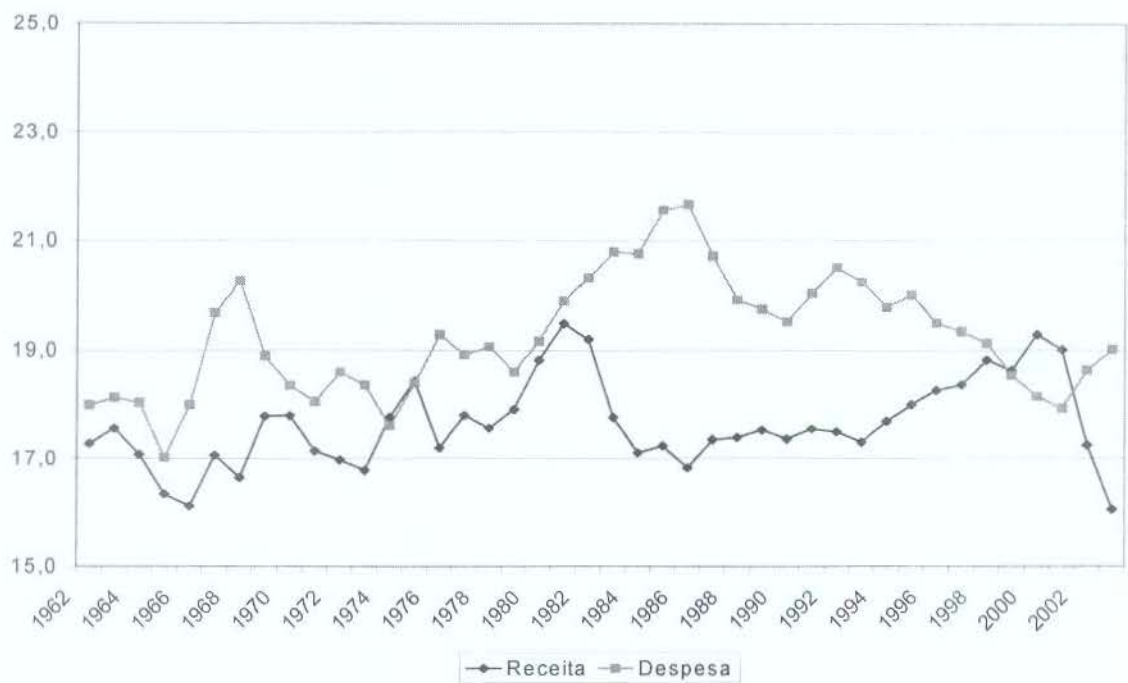
	1961-69	1982-89	1991-00
PIB	4,66	3,55	3,29
I/PIB	0,96	0,60	1,07
C/PIB	2,85	2,57	2,28
(C+I)/PIB	3,81	3,17	3,35
G/PIB	0,93	0,73	0,22
(X-M)/PIB	-0,08	-0,34	-0,38

Fonte: BEA; elaboração própria

A contribuição do governo para o crescimento teria sido de apenas 6,69%, um terço do que foi nas duas longas expansões prévias. Ressalta-se que no setor governo, estão compras de bens e serviços, refletindo o uso direto de recursos econômicos, mas também pagamentos de Seguridade Social e outras transferências para empresas e famílias. Nesse sentido, a expansão na década de 90 mostra evidências de restrição fiscal, conforme explicado anteriormente (ver gráficos 15 e 17). Em 1991, os gastos do governo eram 21,79% do PIB e em 1999 caíram para 17,81%, declínio maior que os 0,84 pontos percentuais durante a expansão de 1982 a 1990. A tabela 17 exibe a participação dos componentes do PIB no primeiro e no último ano dos períodos em expansão aqui estudados. Segundo o ERP (2000), tipicamente essa participação do gasto público cai quando a economia norte-americana sai de uma recessão e quanto mais profunda for a recessão, maior o declínio posterior do gasto. No pós recessão nas décadas de 60 e 80, o gasto público também reduz sua participação, ocorrendo o contrário com o setor privado. Contudo, após o fim da recessão nos anos 90, essa variação é acentuada.

Logo, essa comparação é ilustrativa, dado que a expansão na década de 90 foi antecedida por uma recessão mais superficial e que a redução no gasto do governo ocorreu mesmo quando a receita fiscal estava subindo (ver gráfico 18).

Gráfico 18 – Receitas e Despesas do Orçamento Fiscal Padronizado



Fonte: CBO

Vemos, na tabela 17, o declínio de 4,25 pontos percentuais na participação do gasto público em consumo e investimento bruto no PIB. Por outro lado, o setor privado expande sua participação, sendo responsável por 86,33% do PIB no ano 2000. Já a participação do déficit comercial aumentou significativamente, variando cerca de 3,5 pontos percentuais entre 1991 e 2000.

Tabela 17 – Participação no PIB Real (chained (2000) dollars)

	1961	1969	1982	1989	1991	2000
C	63,68	63,64	66,87	66,96	67,30	68,65
I	10,35	12,14	11,68	13,27	11,58	17,68
C+I	74,03	75,78	78,55	80,23	78,88	86,33
G	29,35	27,57	22,07	21,23	21,79	17,54
X-M	-0,45	-1,56	-0,24	-1,13	-0,21	-3,87

Fonte: BEA; elaboração própria

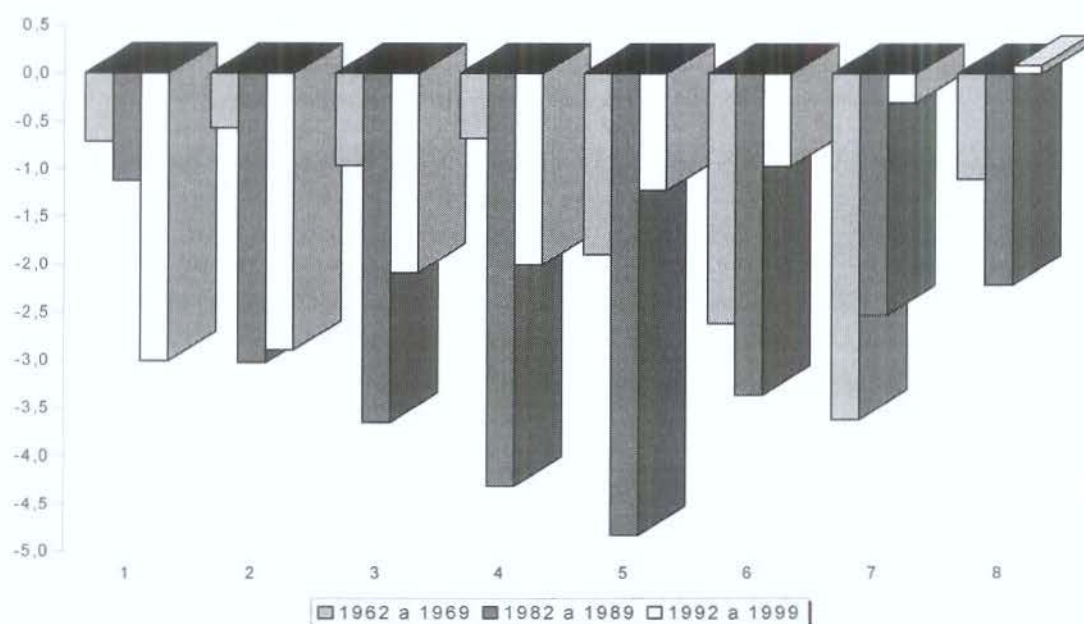
Para ilustrar o que foi dito acima, utilizamos os dados do Congressional Budget Office (CBO) para estimativas dos déficits padronizados²⁶ nos períodos de expansão segundo o National Bureau of Economic Research (NBER)²⁷. Com exceção de 1961, ano de superávit, no período 1961 a 1969, os déficits estruturais foram predominantes e crescentes até o aumento de impostos em 1968. O período seguinte, 1982 a 1990, também esteve associado a grandes déficits estruturais, chegando a 4,8% do PIB potencial em 1986 (ver gráfico 19). Essa expansão foi acompanhada por uma política monetária rígida com taxas de juros em patamares elevadas (Federal Funds Rate em 9,72% entre o quarto trimestre de 1982 e o primeiro de 1990, em média). Ademais, a poupança nacional e investimento doméstico eram declinantes²⁸.

²⁶ Corresponde ao déficit/superávit menos variações cíclicas mais outros ajustes. Para maiores detalhes, ver CBO Report May 2004 - The Cyclically Adjusted and Standardized Budget Measures.

²⁷ Ver metodologia do NBER e datas dos períodos de expansão e recessão no anexo.

²⁸ Em 1981, a poupança nacional bruta correspondia a 20,9% do PIB e em 1986 a apenas 16,4% - International Financial Statistics/IMF.

Gráfico 19 – Déficit/Superávit Padronizado como Porcentagem do PIB Potencial²⁹.



Fonte: CBO

Já a expansão da década de 90 presenciou o contrário. Iniciou com um elevado déficit fiscal padronizado (-3% do PIB potencial em 1992) e terminou com superávit de 1,1% do PIB potencial em 2000. Nesse período a política monetária estimulou o crescimento através de baixas taxas de juros (Federal Funds Rate médio de 4,97% entre o primeiro trimestre de 1991 e o primeiro trimestre de 2001) e manteve inflação baixa ao mesmo tempo. Segundo o ERP (2000), nessa expansão as taxas de juros real de curto prazo foram cerca da metade da expansão na década de 80 e as de longo prazo, um terço inferiores. Isso teria estimulado o investimento e este a capacidade de crescimento e a produtividade, fatores centrais na explicação da baixa taxa de inflação (ERP, 2000: 34).

Uma característica dessa expansão na década de 90 foi o comportamento da produtividade. O ERP (2000) fornece algumas explicações teóricas para o comportamento da produtividade nos ciclos econômicos. Normalmente, no início de uma expansão essa variável

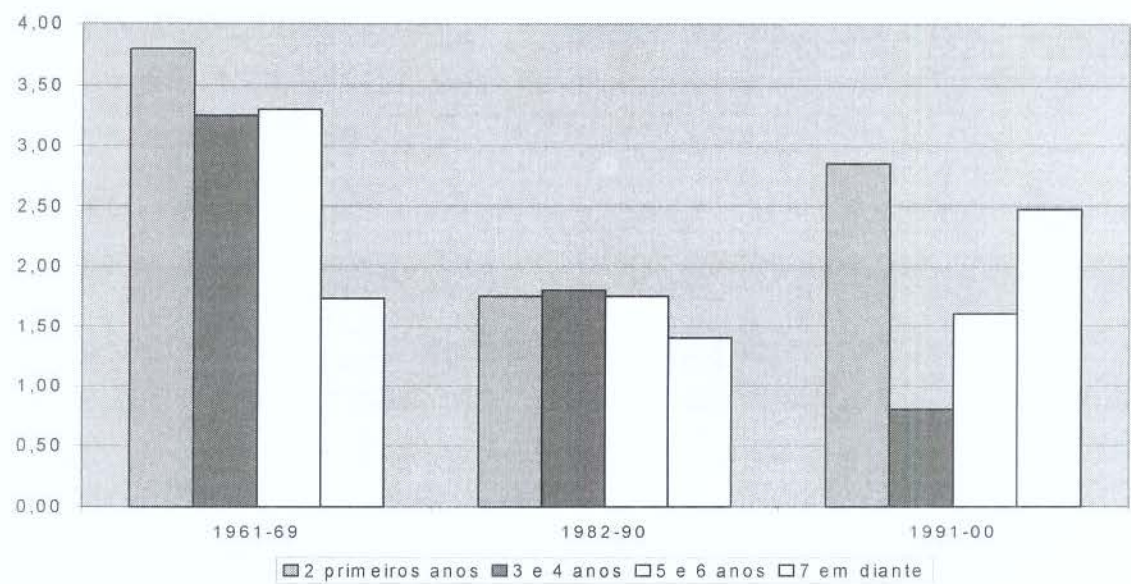
²⁹ As barras correspondem ano a ano de cada período de expansão, ou seja, a primeira barra da primeira coluna representa o ano de 1962, a segunda barra da mesma coluna, 1982 e a terceira, 1992. A primeira barra da última coluna representa o ano de 1969, a segunda barra da mesma coluna, 1989 e a última, 1999.

tende a apresentar um rápido crescimento, uma vez que as firmas ativam seus equipamentos, plantas e mão de obra que estão produzindo abaixo do seu potencial. Por outro lado, em uma recessão o produto está abaixo do seu potencial, os equipamentos e plantas estão operando de forma não eficiente e são mantidos trabalhadores que serão necessários posteriormente na fase de recuperação, ou seja, a produtividade cai.

A magnitude dessa mudança na produtividade tende a ser maior quanto mais profunda for a recessão precedente, dada a trajetória para alcançar o produto potencial de longo prazo. Ademais, a taxa normal de crescimento da produtividade seria determinada pelas taxas de acumulação de capital, mudança tecnológica e aprimoramento de habilidades. Por fim, no ano final da expansão, a produtividade tende a se reduzir novamente, o chamado “end-of-expansion effect”, como resultado de retornos decrescentes (“capacity becomes strained and a shortage of experienced and a skilled workers develops”) (ERP, 2000: 34-35).

As expansões nos períodos 1961 a 1969 e 1982 a 1990 seguiram o padrão descrito acima. O crescimento da produtividade foi rápido nos dois primeiros anos, reduzindo-se nos seguintes e atingindo níveis baixos no sétimo ano da expansão. Contudo, a expansão na década de 90 apresenta um comportamento diferente (ver gráfico 20). Após um aumento inicial, a produtividade caiu no terceiro e quarto ano, mas acelerou nos anos seguintes. Segundo o ERP (2000), essa é a razão porque essa expansão foi a mais duradoura. Conforme dito anteriormente, na visão do ERP (2000), esse foi o resultado de políticas que estimularam o investimento, desenvolvimento tecnológico e aprimoramento das habilidades.

Gráfico 20 – Crescimento da Produtividade (produção por hora) em Firms Não Agrícolas durante Expansões.



Fonte: BLS; elaboração própria.

Ademais, o comportamento não usual do crescimento da produtividade no ciclo da década de 90 não seria parte de um ciclo típico, mas refletiria uma mudança em direção a uma nova onda de inovação. Entre 1990 e 1995, a produtividade cresceu a 1,62% em média ao ano e entre 1996 e 2000 a 2,52% (ver tabela 14). Contudo, o ERP (2000) não assegura que esse crescimento seja sustentável. Sabe-se também que o aumento foi concentrado na segunda metade da década.

Brenner (2002) problematiza essa análise questionando a denominação de “Nova Economia” para a economia norte-americana na década de 90 encontrada, por exemplo, no ERP (2001:22)³⁰. Inicialmente ressalta que o desempenho da economia norte-americana nos anos 90 foi inferior ao do primeiro quarto de século do pós-guerra, tendo apresentado maior dinamismo e crescimento econômico após 1995, como vimos anteriormente. Mesmo assim, os principais indicadores de desempenho não superaram os anos entre 1948 e 1973. A tabela 18 apresenta algum desses indicadores.

³⁰ Autores importantes, como Robert Gordon (por exemplo, 2002 e 2003), vêm há anos questionando a ideia de uma “nova economia”.

Tabela 18 – Economia Norte-Americana: 1948-73 vs 1995-00.

	1948-73	1995-00
PIB	4	4,1
Estoque de capital líquido ¹	3,5	3,8
Produtividade da mão de obra ¹	2,9	2,5
Salários reais por hora ¹	2,8	2
Inflação ²	2,4	2,4
Taxa de Desemprego	4,2	4,7

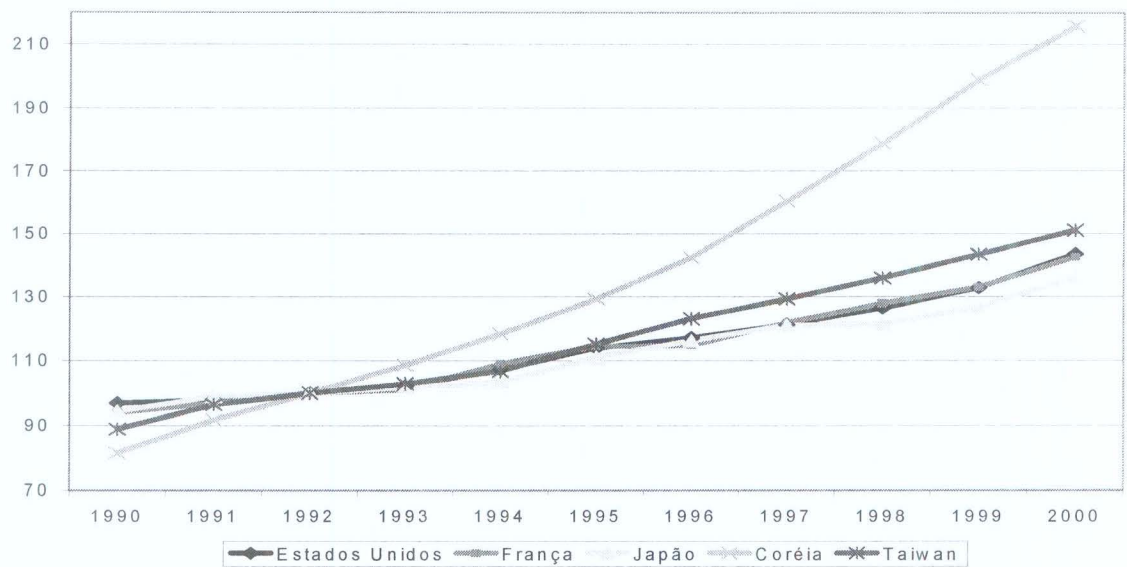
1 - Firmas não-agrícolas

2 - Índice de Preços ao Consumidos

Fonte: BLS, ERP (2001), apud Brenner (2000: 288)

Ademais, Brenner ressalta que a expansão na década de 90 criou empregos em um ritmo mais lento que nos anos 70 e 80 e que os salários reais só começaram a crescer após 1998, sete anos após o início da expansão. Mesmo a produtividade no setor manufatureiro não pode ser considerada excepcional, apesar de ter crescido 3,66% entre 1990 e 2000 e 4,06% entre 1996 e 2000. A razão está no comportamento da produtividade nos demais países evidenciada no gráfico 21. Entre 1993 e 1998, a produtividade de manufaturados na Alemanha cresceu a 4,42% e a 4,5% na França contra 4,1% nos Estados Unidos. No final da década, os Estados Unidos têm sua produtividade acelerada, mas não destoa do comportamento de alguns países como podemos ver no gráfico 21.

Gráfico 21 – Produtividade no Setor Manufatureiro em Diversos Países (1992=100).



Fonte: BLS

O comportamento da inflação na década de 90 também destoa dos outros períodos de expansão econômica. Entre 1961 e 1969, a expansão foi marcada por 5 anos de rápido crescimento econômico com baixa inflação, após as recessões de 1957 e 1961. Autores como Brenner (2002) e Arrigui (2003) argumentam que os gastos com a Guerra do Vietnã expandiram extraordinariamente a capacidade utilizada, acelerando a inflação até que as taxas de juros e a política monetária colocassem um fim na expansão. Na década de 80 (1982 a 1990), a expansão começou com desemprego elevado e “slack resources”, ajudando a restringir a inflação nos anos iniciais, mas posteriormente a inflação começou a subir quando a economia alcançou baixos níveis de desemprego.

Na expansão da década de 90, a inflação apresentou um comportamento estável, baixo e decrescente sem qualquer movimento de alta, mesmo em períodos com taxas de desemprego a apenas 4%. Brenner (2002) justifica que o comportamento da inflação na primeira metade da década de 90 não foi surpreendente dado o crescimento real nulo dos salários, o baixo preço internacional do petróleo e o reduzido crescimento da demanda, em patamares inferiores aos apresentados nas expansões da década de 70 e 80. Ademais, a redução da taxa de juros pelo Federal Reserve em 1994 ajudou nesse processo.

Já na segunda metade da década, o PIB cresceu rapidamente, o desemprego caiu e o crescimento do salário acelerou. Brenner (2002) ressalta a posição fraca dos trabalhadores expressa na baixa taxa de mão de obra sindicalizada no setor privado (9% em 2000), a enorme proporção da força de trabalho em empregos de baixos salários e, principalmente, a queda dos preços no setor de manufaturados internacionalmente³¹. Por trás disso estavam a apreciação do dólar iniciada em 1995 e o surgimento de crises internacionais a partir de 1997, reduzindo a demanda e os preços das matérias-primas, em especial o petróleo. Ademais, ressalta dois elementos considerados importantes nesse processo levantados pelo ERP (2000:36-37): o comportamento da produtividade limitando o crescimento anual médio dos custos de mão de obra do setor de manufaturas (-,8% entre 1993 e 1999) e o rápido aumento no estoque de capital aumentando a capacidade instalada e contribuindo para a redução dos preços internacionais (Brenner, 2002: 304-306).

Vimos que a expansão nos anos 90 apresentou características singulares e que o seu ritmo e dinamismo foi alterado na segunda metade da década, especificamente após 1997. A valorização no mercado acionário teria impulsionado o boom (Brenner, 2002: 310) e estimulado o setor privado a liderar a expansão. Para isso, famílias e empresas incorreram em desequilíbrios financeiros crescentes que se tornavam cada vez mais necessários para o prosseguimento do acelerado crescimento e dinamismo econômico.

No capítulo a seguir, examinaremos a fase final de expansão do último ciclo de crescimento da economia norte-americana, pautada por gastos privados acima da renda corrente e pela transformação de déficit público em superávit (Godley, 2000). No período seguinte (2001 em diante), uma das fontes da expansão econômica, o investimento privado fixo não-residencial, apresenta retração e o crescimento passa a depender do investimento residencial e consumo das famílias sustentados por uma bolha imobiliária e dos gastos do governo que, na administração Bush, voltou a ser deficitário. Desequilíbrios são aprofundados, sem resolver questões estruturais como a deterioração da competitividade manufatureira norte-americana, crescente déficit corrente e déficit financeiro privado. Esse será o nosso objeto de estudo seguinte.

³¹ Entre 1995 e 2000, os preços internacionais dos manufaturados caíram a uma taxa média anual de 4%.

CAPÍTULO 3 – Ciclos recentes de expansão e recessão: crescimento sustentável?

Nesta terceira e última parte do presente projeto, analisaremos o ciclo recente a partir de 1997 até 2003. Para tal, o período será dividido em duas fases: o período de rápida expansão econômica (1997-2000) e o período de reversão dos ciclos e da expansão econômica (2000-2003). A análise do ciclo atual deve passar pelo estudo das forças responsáveis pela dinâmica macroeconômica recente, buscando verificar se as forças responsáveis por um menor dinamismo entre 1973 e 1993 ainda se fazem presentes.

Com base nas características do ciclo recente, apresentaremos alguns elementos que comprovem ou refutem a hipótese de um retorno a um período de baixo dinamismo econômico e desequilíbrios internacionais. Ou seja, seria possível uma retomada sustentada do crescimento econômico antes de se resolver os desequilíbrios criados no último ciclo? Autores como Palley, Brenner, Godley e Wray crêem que não.

Este capítulo está dividido em duas partes. Inicialmente abordaremos o período de aceleração da expansão econômica entre 1997 e 2000. O PIB cresceu a uma média de 4,23% nesses anos com elevada participação do setor privado. Veremos como ocorreu essa maior participação do setor privado, primeiramente analisando as famílias e posteriormente as firmas não financeiras. Ambas análises estão concentradas em indicadores da posição financeira desses setores. A seguir, trataremos da importância dos fluxos de capitais estrangeiros ao reduzir o custo de empréstimos, viabilizando um processo de valorização de ativos financeiros e aumento na tomada de empréstimos por parte do setor privado. Ademais, ressalta-se a importância desses fluxos de capitais para o financiamento do crescente déficit comercial norte-americano.

A segunda parte diz respeito ao período de reversão dos ciclos a partir de 2001. Com a desinflação da bolha de ativos financeiros, a rápida expansão econômica do final da década de 90 foi interrompida. O investimento não residencial apresentou uma queda elevada e o crescimento econômico passou a ser sustentado pelo consumo privado e pelos gastos do governo. No entanto, diversos fatores como o já elevado déficit público, a deterioração da posição financeira das famílias apoiada em uma nova bolha de ativos (imobiliária), a fraca recuperação do mercado de trabalho, dentre outros levantam dúvidas sobre a trajetória futura da economia norte-americana. A leitura de que problemas estruturais da economia norte-americana não foram resolvidos coloca

a possibilidade de um novo período de baixo dinamismo econômico conforme acontecido entre 1973 e 1993.

3.1 O período de rápida expansão econômica (1997-2000)

A partir de 1997 observa-se uma aceleração no crescimento econômico, conforme visto no capítulo anterior. A taxa média anual de crescimento passa de 2,37% entre 1990 e 1995 para 4,23% entre 1997 e 2000. Na tabela 19 vemos o crescimento e as contribuições de cada componente nesse período.

Tabela 19 – Crescimento e Contribuição dos Componentes no PIB entre 1997 e 2000

	PIB	C	I	G	X	M
Crescimento PIB %a.a.	4,23	4,65	8,95	2,45	6,83	4,33
Contribuição ao PIB	4,23	3,13	1,48	0,43	0,74	-1,58

Fonte: BEA

Fica evidente a participação do setor privado no crescimento nesse período. O consumo cresceu a uma média anual de 4,65%, acima da média histórica entre 1960 e 2003 de 3,60%, e respondeu por 74% do crescimento do PIB. Já o investimento privado se expandiu a uma média anual de 8,95%, bem acima dos 4,60% entre 1960 e 2003, contribuindo com 35% no crescimento econômico. Ou seja, o setor privado foi responsável por 109% do PIB nesses quatro anos!

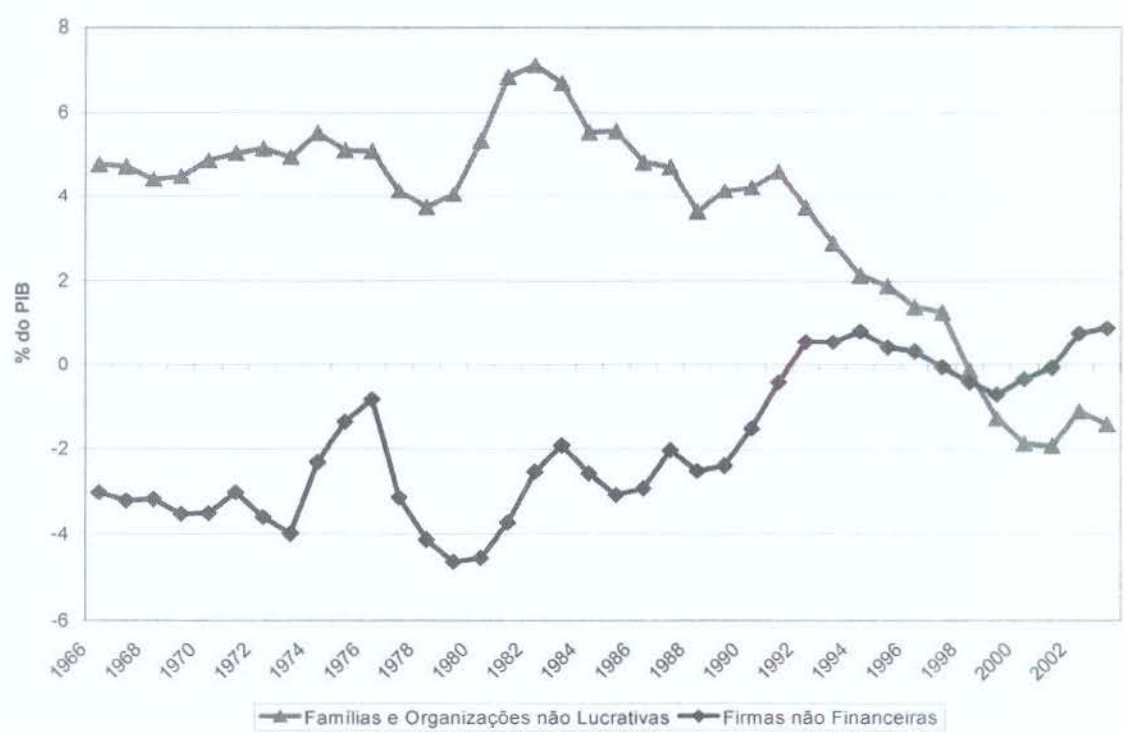
Já o governo contribuiu com 0,43 pontos percentuais dos 4,23% de crescimento e persistiu na sua trajetória de redução do déficit fiscal, conforme visto no capítulo anterior. O déficit fiscal como porcentagem do PIB passou de -1,4% do PIB no primeiro trimestre de 1997 para um superávit de 0,2% do PIB no primeiro trimestre de 1998, alcançando 1,9% do PIB no primeiro trimestre de 2000 (ver gráfico 15).

Diante de déficits financeiros recordes no setor privado, enquanto o setor público caminhava para a obtenção de um superávit, o balanço de transações correntes se deteriorava profundamente, necessitando fluxos crescentes de capitais para seu financiamento. Nesse

período, as exportações líquidas foram responsáveis por -0,84 pontos percentuais no crescimento econômico, com um acelerado crescimento das importações norte-americanas a taxas médias anuais extraordinárias de 12,45%, contribuindo negativamente para o crescimento do PIB e retirando a economia internacional da recessão entre 1997 e 1998 (Brenner, 2002: 270-271).

Esse processo de aprofundamento dos déficits privado e corrente pode ser visto claramente no gráfico 1 dos balanços financeiros dos macro setores da economia norte-americana apresentado no capítulo 1. No final de 1997, o balanço financeiro do setor privado descola do setor público, aprofundando o déficit em transações correntes. Como o setor privado corresponde à agregação de diferentes agentes econômicos, procuramos ressaltar o comportamento dos seus dois principais setores: famílias e organizações não lucrativas e firmas não financeiras. No gráfico 22 vemos o que realmente distingue esse período é a deterioração da poupança financeira das famílias.

Gráfico 22 – Superávites Financeiros de famílias e firmas não financeiras



Fonte: Federal Reserve; elaboração própria

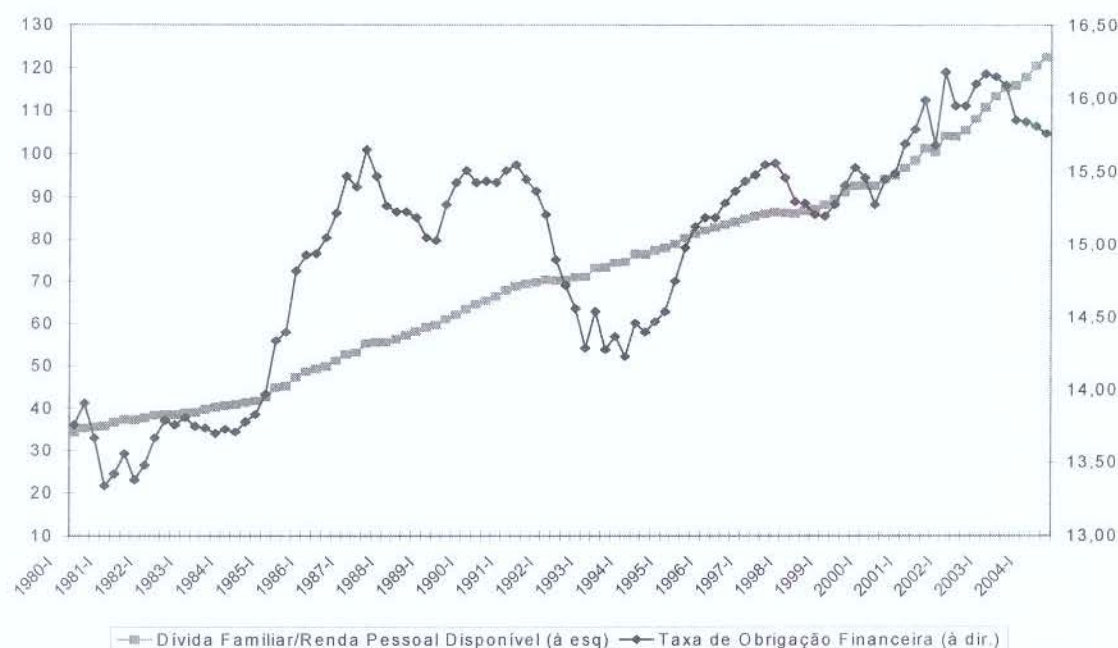
Por trás desse impressionante comportamento do setor privado, esteve uma alteração na decisão de gasto das famílias e empresas. O processo de valorização dos preços das ações e conseqüente mudança na composição da riqueza teve forte impacto no gasto privado. O consumo passou a manifestar mais fortemente o chamado efeito-riqueza. A perspectiva de enriquecimento acelerado permitiu um aumento do endividamento, deslocando a propensão a consumir e produzindo impactos sobre as decisões de investimento e balanço de pagamentos (Belluzzo & Coutinho, 1998: 139). A inflação de ativos financeiros, ao gerar um superaquecimento do consumo, aumentar o patrimônio líquido das empresas e reduzir os custos de capital, produziu uma aceleração do investimento privado, mesmo com taxas de lucro em queda (ver gráfico 13).

A partir dessa análise, veremos a seguir como as famílias e posteriormente as firmas não financeiras se comportaram durante essa aceleração do crescimento econômico.

3.1.1 - Famílias

O saldo financeiro das famílias se mantém em negativo desde 1998, conforme ilustrado no gráfico 22. Diante do processo de valorização e aumento do valor líquido de seu patrimônio, as famílias incorreram em um processo de endividamento crescente atingindo níveis recordes em relação à renda pessoal disponível (ver gráfico 23). Em 1991, ano inicial da expansão na década de 90 segundo o NBER, essa relação era de 70,8. Já no primeiro trimestre de 2001, ano final da expansão segundo o mesmo órgão, a relação estava em 98,4, continuando a subir mesmo após a queda do preço das ações e do crescimento do PIB em 2001.

Gráfico 23 - Dívida Familiar/Renda Pessoal Disponível¹ e Taxa de Obrigações Financeiras² entre o primeiro trimestre de 1980 e o segundo de 2004.



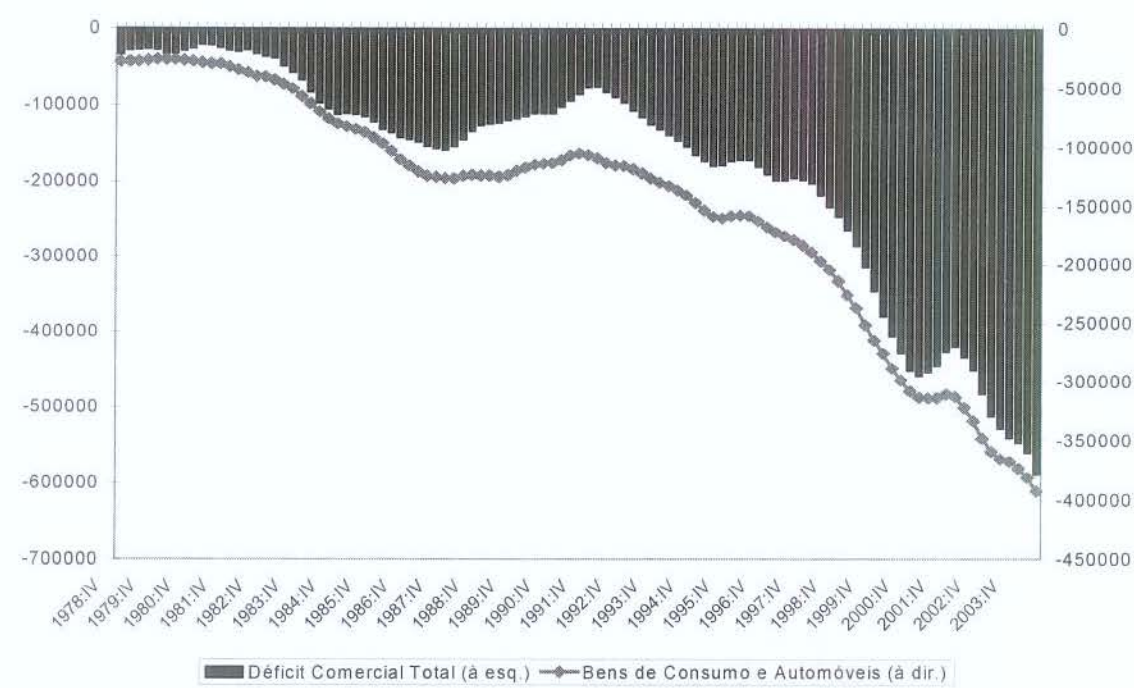
¹ Dívida familiar corresponde a hipotecas mais crédito ao consumidor.

² Taxa de obrigações financeiras corresponde a uma medida mais ampla do serviço da dívida familiar. Inclui pagamentos de leasing de automóveis, aluguéis, seguro residencial e impostos sobre a propriedade, além do serviço da dívida relativo à hipoteca e ao consumo.

Fonte: Federal Reserve – Elaboração própria

Logo, as famílias vêm financiando com endividamento o excesso de consumo e de investimento residencial sobre sua renda. A partir de uma apreciação de seus ativos no mercado acionário, as famílias reduziram suas poupanças e obtiveram empréstimos crescentes. Segundo Brenner, a taxa de poupança pessoal jamais ultrapassara 10,9% e nunca estivera abaixo de 7,5%, exceto em três anos isolados. Entre 1992 e 2000, essa taxa caiu de 8,7% para -0,12%. Por sinal, o exame detalhado do déficit comercial norte-americano por categorias de uso revela que o maior componente está nos bens de consumo e automóveis, “refletindo a tendência declinante da poupança familiar. De fato, praticamente todo o déficit pode ser atribuído a essas duas categorias” (Mann, 2004: 22). O gráfico 24 ilustra essa afirmação.

Gráfico 24 – Déficit Comercial Norte-Americano Total e em Bens de Consumo e Automóveis – em milhões de dólares.



Fonte: BEA; elaboração própria

Portanto, o rápido crescimento do consumo das famílias, média anual de 4,65% entre 1997 e 2000 contra 3,25% na década de 90, produziu um aumento das importações, onerando o balanço comercial.

Analisando o setor famílias por faixas de renda (tabelas 20 e 21), vemos que não houve um comportamento homogêneo entre as faixas. O aumento do patrimônio líquido e do consumo e a redução na taxa de poupança, ambos fenômenos ligados à detenção de ativos financeiros, estiveram concentrados em uma parcela das famílias com renda mais elevada.

Maki & Palumbo (2001) analisaram o aumento no patrimônio líquido detido pelas famílias e a queda da taxa de poupança pessoal no final da década de 90, a partir de dados do Survey of Consumer Finances e do Flow of Funds Accounts, que permitem estimativas do patrimônio líquido e da poupança para diferentes estratos de renda no período compreendendo a alta de preços acionários. O objetivo era verificar se movimentos no valor e na taxa de poupança são consistentes com uma visão direta de efeito-riqueza, na qual um aumento na riqueza provoca

diretamente uma elevação do consumo e queda na poupança. O resultado atesta a análise feita acima, ou seja, o impacto do efeito riqueza sobre o consumo.

Os grupos de famílias que mais se beneficiaram do efeito riqueza foram aqueles com rendas mais altas, os mesmos que apresentaram queda nas taxas de poupança. Os estratos superiores de 20% da renda responderam por 79% do aumento agregado na relação patrimônio líquido/renda pessoal disponível ocorrido nos anos 90. Ademais, segundo os mesmo autores, não houve nenhum declínio efetivo de poupança para os restantes 80% da população; para os 60% inferiores o índice de poupança na verdade apresentou um pequeno aumento.

Segundo Maki & Palumbo (2001:23), entre 1992 e 2000, o nível de poupança agregada caiu US\$ 200 bilhões, refletindo uma queda de US\$ 240 bilhões na poupança do estrato dos 20% mais ricos na distribuição de renda, contrabalançada parcialmente por um aumento de US\$ 40 bilhões nos 80% restantes. A redução de US\$ 240 bilhões na poupança desse grupo representou 7,5% do nível de gasto em 2000, o que “implica um ponto percentual de aumento na taxa de crescimento médio anual de gasto nesse período”.

As tabelas 20 e 21 apenas comprovam o que foi dito anteriormente. Na primeira, vemos o aumento no patrimônio líquido em relação à renda disponível simultaneamente à queda na taxa de poupança do mesmo estrato. Ademais, nos estratos inferiores de renda, tanto a taxa de poupança quanto o patrimônio líquido apresentaram aumento. Na tabela 21, vemos um aumento na concentração da renda disponível agregada durante a expansão na década de 90 para a categoria dos 20% mais ricos, atingindo 44,3% da renda disponível agregada total em 2000. O mesmo ocorreu com o patrimônio líquido e com o gasto em consumo: 62,9% e 45,8% do total, respectivamente.

Tabela 20 – Patrimônio Líquido/Renda e Taxa de Poupança por Categoria de Renda

Categoria de renda	Razão Patrimônio Líquido/Renda			Taxa de Poupança		
	1992	2000	Variação	1992	2000	Variação
Total	468,6	612,7	144,1	5,9	1,3	-4,6
81-100%	639,5	869,2	229,7	8,5	-2,1	-10,6
61-80%	332,2	417,1	84,9	4,7	2,6	-2,1
41-60%	326,7	364,9	38,2	2,7	2,9	0,2
21-40%	328,2	414,5	86,3	4,2	7,4	3,2
0-20%	411,3	512,3	101	3,8	7,1	3,3

1 - Inclui benefícios definidos de planos de pensão e organizações não-lucrativas nas medidas de poupança e de patrimônio líquido.

Fonte: Maki & Palumbo (2001)

Tabela 21 – Renda Disponível, Valor Líquido e Consumo por Categorias de Renda em 1992 e 2000.

	1992	2000	1992	2000
	80% restante	80% restante	20% mais ricos	20% mais ricos
Renda Disponível Agregada	56,3	55,7	43,7	44,3
Patrimônio Líquido Agregado	40,4	37,1	59,6	62,9
Gasto em Consumo	57,5	54,2	42,5	45,8

Fonte: Maki & Palumbo (2001)

A análise da composição dos ativos das famílias ajuda a explicar onde o aumento da riqueza esteve concentrado. Na tabela 22, vemos a composição da carteira de ativos detida pelas famílias norte-americanas.

Tabela 22 – Composição dos Ativos detidos pelas Famílias¹

	1973	1983	1993	1998	2000
Em bilhões de dólares					
Ativos Tangíveis	1864,2	5196	10096,3	13150,4	15531,3
Propriedade Real	1434,6	4092,3	8076,5	10465,3	12501,1
Ativos Financeiros	3270,2	8357,3	18359,4	30474,5	33937
Fundos de Pensão	358,5	1541	4612,6	8123,2	9067,3
Fundos Mútuos	38,7	87,7	962,2	2397,1	2900,3
Ações de empresas	597,5	936,2	3232,4	7120	7650,1
Total	5134,4	13553,4	28455,7	43624,9	49468,3
Porcentagem dos Ativos Totais					
Ativos Tangíveis	36,31	38,34	35,48	30,14	31,40
Imóveis	27,94	30,19	28,38	23,99	25,27
Ativos Financeiros	63,69	61,66	64,52	69,86	68,60
Fundos de Pensão	6,98	11,37	16,21	18,62	18,33
Fundos Mútuos	0,75	0,65	3,38	5,49	5,86
Ações de empresas	11,64	6,91	11,36	16,32	15,46

¹ - Inclui ativos de organizações não lucrativas.

Fonte: Federal reserve; elaboração própria

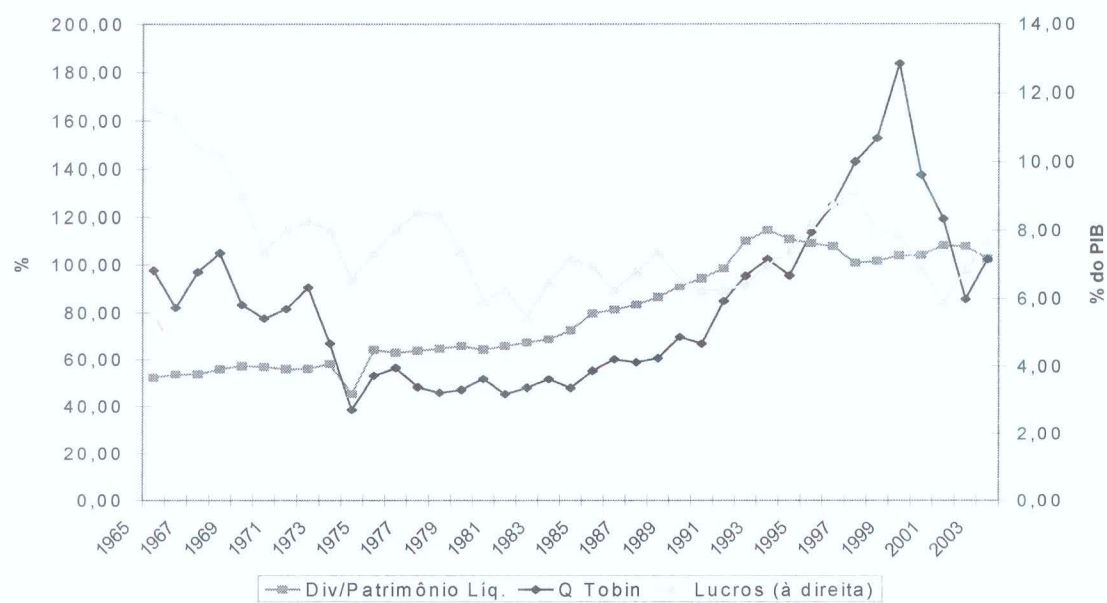
É notável o brutal aumento no total dos ativos detidos pelas famílias após 1998 e o aumento da participação de ativos financeiros no total. Em 1993, as famílias detinham US\$28,456 bilhões, sendo 64,5% ativos financeiros. Em 1998, essa quantia saltou para US\$43624,9 bilhões, 69,9% ativos financeiros e em 2000, US\$49468,3 e 68,6%, respectivamente. Os aumentos na quantidade e no valor estiveram localizados em fundos de pensão, fundos mútuos e ações de empresas. Os três somados corresponderam em 2000 a 36,1% dos ativos totais contra 31% em 1993. Fica claro o impacto dos ativos financeiros sobre o patrimônio das famílias.

3.1.2 - Empresas

Com as medidas adotadas pelo Federal Reserve reduzindo as taxas de juros, barateando e aumentando o crédito na economia, as empresas foram estimuladas a aumentar o ritmo de tomada de empréstimos. Com isso, engajaram-se, segundo Brenner (2002), em largas aquisições de seus próprios ativos, valorizando-os e permitindo a obtenção de novos empréstimos, já que o valor de suas próprias ações era considerado uma justificativa para empréstimos adicionais.

No gráfico 25, vemos a elevação extraordinária do “q de Tobin” (relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos) indicando processo de valorização no mercado acionário. Com isso o mercado de ações estava possibilitando enormes aumentos nos gastos com instalações e equipamentos, não só às empresas dignas de crédito, mas também àquelas que teriam a possibilidade de investimento reduzida pela limitada capacidade de tomar empréstimos em condições normais de comportamento do mercado financeiro.

Gráfico 25 – Indicadores da Saúde Financeira das Corporações Norte-Americanas



Fonte: BEA, Federal Reserve; elaboração própria.

Ademais, o aumento da relação dívida/patrimônio líquido das empresas ocorreu em descompasso com a participação dos lucros no PIB. Enquanto este apresentou queda de 9,12% em 1997 para 6,85% do PIB em 2000, o processo de valorização acionária persistiu até o início do ano 2000, conforme ilustrado no gráfico 25.

Outro dado de endividamento das corporações é fornecido por Brenner (2002: 259n). Em 1999 a relação dívida/ações das empresas no S&P500 havia alcançado 116% comparados aos

84% no final da década de 80, quando a crise da dívida corporativa havia paralisado empresas e bancos.

Esse aumento na tomada de empréstimos permitiu aumentar a proporção dos gastos de capital financiados por empréstimos ao invés de lucros retidos, viabilizando um boom de investimentos.

Como resultado, o investimento privado apresentou uma forte aceleração a partir de 1997. Na tabela 23, vemos que todas as categorias apresentaram um maior crescimento, especialmente em investimento fixo não residencial. Em equipamentos e software, o investimento cresceu a uma taxa média anual de 12,30% entre 1997 e 2000, contra 9,15% na década de 90. Em estruturas, o crescimento também aumentou, 4,70% entre 1997 e 2000.

Tabela 23 – Crescimento do Investimento – Taxas Médias Anuais

	1990-1999	1997-2000
Investimento Privado Total	6,11	8,93
Fixo não Residencial	6,84	10,28
Estruturas	0,95	4,70
Equipamentos e Software	9,15	12,30
Fixo Residencial	3,37	4,08

Fonte: BEA

A aceleração dos investimentos em equipamentos e softwares fez a capacidade instalada aumentar espantosamente em algumas indústrias. A tabela 24 revela o impacto dessa euforia de investimentos sobre a capacidade utilizada durante a bolha no mercado financeiro e alguns anos após o seu estouro. Em semicondutores, a capacidade utilizada atingiu 92,84% em maio de 2000, caindo para 60,96% após a desinflação da bolha de ativos financeiros; em equipamentos de comunicação a variação foi maior: 94,80% em maio de 2000 para 52,65% em maio de 2002.

Tabela 24 – Capacidade Utilizada

	janeiro-97	maio-00	maio-02
Total	82,80	83,54	75,79
Semicondutores	79,52	92,84	60,96
Equip. de Comunicação	76,59	94,80	51,65

Fonte: Federal Reserve

O comportamento da capacidade utilizada e dos lucros do setor manufatureiro em plena fase de expansão econômica (queda de 20% entre 1997 e 2000) revelou, segundo Brenner (2002), um descompasso entre preços e produção, excesso de investimento e capacidade ociosa mundial. Tais resultados deixam evidente a vulnerabilidade da economia norte-americana para os próximos períodos.

Segundo Brenner (2002: 259), historicamente as empresas norte-americanas tenderam a pagar a maior parte de seus investimentos em instalações e equipamentos com fundos internos. Isso aconteceu novamente na década de 90, mas algumas firmas do setor corporativo não financeiro passaram de compradoras para vendedoras líquidas de ações. Essas, sobretudo empresas de tecnologia, mídia e telecomunicações, buscaram explorar o aumento de preço das ações. Desse modo, na segunda metade da década de 90, a emissão de títulos das empresas não financeiras se elevava juntamente com a valorização dos preços de suas ações (Brenner, 2002: 259). Segundo o mesmo autor, “nunca antes havia o mercado de valores desempenhado um tão direto, decisivo, papel no financiamento de empresas não financeiras, e assim fortalecido o crescimento dos gastos de capital, e portanto a economia real” (Brenner, 2002: 261).

Como veremos a seguir, o que deu suporte à ampliação do boom de ativos, aumento das importações e da absorção interna foi uma maior participação dos investidores estrangeiros no mercado financeiro norte-americano - US\$597,3 bilhões em 1997 contra US\$932,1 bilhões em 2000, em termos de fluxo de aquisições líquidas de ativos financeiros.

3.1.3 - Dependência Crescente de Fluxos de Capitais Estrangeiros

Para financiar o déficit comercial, os Estados Unidos não tinham escolha além de incorrer em crescentes obrigações com os compradores externos de títulos norte-americanos. Estes,

durante a segunda metade da década de 90, realizaram aquisições volumosas, contribuindo para a inflação de ativos³².

Conforme visto no capítulo anterior, essas aquisições crescentes de títulos norte-americanos tiveram início em 1995 com o “Acordo de Plaza Invertido”, quando os governos japonês e alemão (por rabeira outros do Leste Asiático) buscaram depreciar suas taxas de câmbio para aumentar a competitividade de suas exportações. Com isso, inverteu-se a política econômica externa norte-americana centrada, até então, na promoção da competitividade e das exportações, como atesta Brenner (2002:189). Em troca, a economia norte-americana receberia fluxos crescentes de capitais estrangeiros e de importações baratas. Com isso, financiar-se-ia o déficit de conta corrente e aumentar-se-iam os preços das ações, além de tornar possível reduzir os juros e a inflação (vide capítulo 2).

Ao criar perspectivas de valorização do dólar e ativos nele denominados, os fluxos de capitais para os Estados Unidos permitiram reduções no custo de tomada de empréstimos de curto e longo prazo, aumentando o endividamento de corporações e famílias e viabilizando a alta do dólar e da bolsa (Brenner, 2002), conforme visto acima.

A partir da análise da composição dos fluxos de capitais para os Estados Unidos presente em diversas edições do *Federal Reserve Bulletin* e transcrito na tabela 25, analisaremos a participação das aquisições estrangeiras durante a aceleração do crescimento norte-americano e sua participação na bolha de ativos financeiros.

32 A influência dos investidores estrangeiros no mercado financeiro norte-americano não é nova. Durante os anos 90, os fluxos estrangeiros foram responsáveis por mais de 10% dos novos fundos ofertados no mercado doméstico norte-americano de crédito. Entre 1995 e 1997, essa parcela atingiu os 20%. Dado a escala desses investimentos, fica claro o papel fundamental do setor externo na alocação de crédito no mercado norte-americano, além de questões ligadas à política macroeconômica (ver Arista – Flow of Funds Review and Analysis 1st Quarter 2000).

Tabela 25: Composição dos fluxos de capitais para os Estados Unidos (em bilhões de dólares).

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Financial account balance	113	157	219	64	265	409
Official capital, net	99	132	18	- 27	55	36
Foreign official assets in USA	110	127	19	- 20	44	38
U.S. official reserve assets	-10	7	-1	-7	9	0
Other U.S. government assets	-1	-1	0	0	3	-1
Private Capital, net	14	25	201	91	210	373
Net inflows reported by U.S. banking offices	-45	-75	8	4	-22	-32
Securities transactions, net	73	135	173	49	126	251
Private foreign net purchases of U.S. securities	196	285	292	185	254	378
Treasury securities	100	155	130	29	-44	-77
Agency Bonds	-	-	26	5	43	96
Corporate and other bonds	83	119	67	106	143	166
Corporate stocks	14	11	69	46	113	192
U.S. net purchases of foreign securities	-123	-150	-119	-136	-128	-128
Direct Investment, net	-41	-5	1	36	101	129
Foreign direct investment in U.S.	58	87	106	179	289	308
U.S. direct investment abroad	-99	-92	-105	-143	-189	-178
Foreign holdings of U.S. currency	12	17	25	17	22	1
Statistical Discrepancy	-4	-35	-91	139	31	0

Fonte: Federal Reserve Bulletin, várias edições.

Vemos que em 1996, houve influxos recordes de capitais oficiais líquidos, US\$132 bilhões em 1996 frente a US\$ 99 bilhões em 1995. Seguindo o comportamento de seus governos vieram as aquisições privadas buscando ganhos com a alta do dólar e da melhoria das expectativas de negócios norte-americanos (Brenner, 2002: 274). Tais aquisições se concentraram, sobretudo, em “Treasury securities” e “corporate and other bonds”, batendo recordes (aumentos de US\$ 55 bilhões e US\$ 36 bilhões, respectivamente). Os fluxos de investimentos diretos estrangeiros seguiram a mesma direção, refletindo um aumento de aquisições estrangeiras de firmas norte-americanas. Contudo, os investimentos diretos norte-americanos no exterior foram superiores, resultando em saídas líquidas de US\$ 41 bilhões e US\$5 bilhões nos anos de 1995 e 1996.

No ano seguinte, 1997, os fluxos de capitais para os Estados Unidos e deste para o resto do mundo continuaram a sua trajetória de aumento, refletindo, segundo o Federal Reserve, o processo de globalização comercial e financeira. Os fluxos de investimento direto estrangeiro

para os Estados Unidos atingiram novos recordes em face do forte ritmo de fusões e aquisições. Ademais, o fluxo de investimento direto norte-americano no exterior persistiu na sua trajetória ascendente, ficando acima dos investimentos diretos estrangeiros nos Estados Unidos.

Diante da crise do Leste Asiático, os elevados influxos de capitais oficiais para os Estados Unidos apresentaram uma reversão em 1997. Representaram apenas US\$ 18 bilhões, bem abaixo dos US\$ 132 bilhões no ano anterior, sendo as quedas concentradas nos países asiáticos. A crise cambial que assolou esses países fez com que esses invertissem a lógica que vinham adotando, desfazendo-se de títulos do governo norte-americanos e reduzindo suas aquisições para conter a forte desvalorização de suas moedas que estava em curso. Este comportamento pode ser visto na redução dos fluxos oficiais para os Estados Unidos³³. Ao mesmo tempo, os Estados Unidos, vistos como um “refúgio seguro” frente à crise nos mercados emergentes, obtiveram uma abrupta elevação dos fluxos de capitais privados, de US\$ 25 bilhões em 1996 para US\$ 201 bilhões em 1997 (vide tabela 25).

A partir desse momento os efeitos do “Acordo de Plaza Invertido” (ver descrição no capítulo 2 e/ou no início dessa seção) se fizeram sentir sobre a economia norte-americana: apreciação do dólar e forte expansão do consumo e do investimento privado através de um aumento recorde do endividamento privado. Ao inflar a bolha de ativos e subsidiar um endividamento crescente por parte dos agentes privados, os fluxos de capitais estrangeiros exerceram uma importância central na dinâmica de crescimento norte-americano: aceleraram o crescimento econômico e a dependência entre déficits correntes e fluxos de capitais estrangeiros.

Em 1998, os elevados influxos de capitais privados para os Estados Unidos continuaram, financiando por inteiro o déficit corrente. Contudo, a crise nos emergentes no terceiro trimestre deste ano alterou a composição dos fluxos privados, apresentando um aumento em “corporate and other bonds” e em investimento direto estrangeiro (ver tabela 25). O padrão de comportamento ao longo do ano foi de aquisições líquidas nos dois primeiros trimestres, vendas no terceiro e recuperação no quarto trimestre. Em relação ao investimento direto, persistiu a trajetória ascendente tanto dos fluxos norte-americanos para o exterior, quanto dos influxos de

33 Segundo o Federal Reserve, US\$30 bilhões de Treasuries foram adquiridos em outubro de 1997 e, no final deste ano, rapidamente liquidados, comprovando a tese do voo para a qualidade.

capitais estrangeiros para os Estados Unidos³⁴, obtendo um saldo líquido positivo para este. Já pelo lado dos fluxos oficiais, verificou-se um fluxo negativo resultante venda de reservas por parte de emergentes em crise cambial na tentativa de conter a desvalorização de suas moedas.

Nos anos seguintes, 1999 e 2000, os fluxos de capitais atingiram novos recordes (US\$265 bilhões e US\$409 bilhões, respectivamente), refletindo a bolha norte-americana, sua dinâmica de crescimento e uma onda global de fusões, visível nos fluxos recordes de investimento direto para os Estados Unidos³⁵ e deste para o exterior. Por sua vez, a elevação da demanda norte-americana propiciada pela bolha de ativos financeiros produziu um aumento das exportações do resto do mundo para os Estados Unidos (ver tabela 26) retirando “a economia mundial da crise internacional de 1997-1998 e incitando uma nova expansão da economia internacional em 1999-2000” (Brenner, 2003: 24).

Tabela 26 – Balanço Comercial Norte-americano de Bens em Bilhões de Dólares.

	Total	União Européia	Japão	Ásia
1997	-198,10	-21,88	-57,28	-90,99
1998	-246,69	-29,91	-65,37	-121,75
1999	-346,02	-45,59	-74,80	-149,96
2000	-452,41	-57,42	-83,02	-188,26

Fonte: BEA

Nestes anos, 1999 e 2000, verificou-se uma alteração na composição dos portfólios estrangeiros privados (ver tabela 25). Produziram-se aquisições líquidas privadas negativas de Treasuries, enquanto compras privadas estrangeiras de “bonds” privados e públicos aumentaram em relação aos anos anteriores. Vale ressaltar que já em 1999 iniciou-se uma trajetória de aumento das aquisições estrangeiras de “agency bonds” (principalmente “government-sponsored enterprises” como Fannie Mae e Freddie Mac), atingindo novo recorde em 2000 e sinalizando o início do processo de financiamento da bolha imobiliária.

34 A aquisição de Amoco pela British Petroleum em 31 de dezembro ajudou a inflar essa conta.

35 Dois terços dos fluxos de investimento direto para os Estados Unidos em 2000 são atribuídos a fusões, segundo o *Federal Reserve Bulletin*.

Quanto aos fluxos oficiais, houve um aumento destes em 1999, resultante, segundo o *Federal Reserve Bulletin*, de elevação nas reservas de alguns países asiáticos com o Japão, intervenções no mercado de câmbio para conter a valorização de suas moedas e influxos de recursos vindos de países exportadores de petróleo, principalmente em 2000.

Ressalte-se que, nesse último ano (2000), os empréstimos estrangeiros corresponderam a 14,2% do total do crédito ofertado no mercado norte-americano e 9,5% do estoque, segundo dados do Flow of Funds.

Portanto, vemos que o “boom” de crescimento econômico, a bolha financeira e a recuperação global pareciam estar interligados dentro dessa dinâmica intrinsecamente vulnerável: fluxos de capitais estrangeiros financiando crescentes absorções de exportações do resto do mundo, a partir de um dólar valorizado em relação ao euro e às moedas asiáticas. Isto tudo sem mencionar o comportamento do setor privado norte-americano: famílias se endividando além do crescimento da sua renda disponível e firmas não financeiras apresentando taxas de investimento elevadas estimuladas pela valorização de suas ações, mesmo diante da queda nas taxas de lucro (ver gráfico 13).

Esse padrão de crescimento intrinsecamente instável parecia depender da continuidade da valorização acionária para sua perpetuação. A pergunta no momento era se o dinamismo econômico podia se manter com a reversão do efeito-riqueza com a queda das bolsas e com a dificuldade de reconquistar a competitividade do setor manufaturado e o crescimento das exportações, diante de uma dólar valorizado e de excesso de capacidade e produção internacional (Brenner, 2002: 310).

3.2 - O período de reversão dos ciclos (2001-2004)

Nesta fase notam-se alguns resultados perversos gerados por um processo de sobreacumulação de capital e sobrevalorização da riqueza financeira, similares aos descritos na análise teórica de Belluzzo & Coutinho (1998: 140-144). O estouro da bolha acionária e o excesso de capacidade ociosa³⁶ propiciaram a reversão dos ciclos e da rápida expansão de crescimento na metade da década de 90. O colapso do mercado de ações aumentou o risco de mercado e o custo

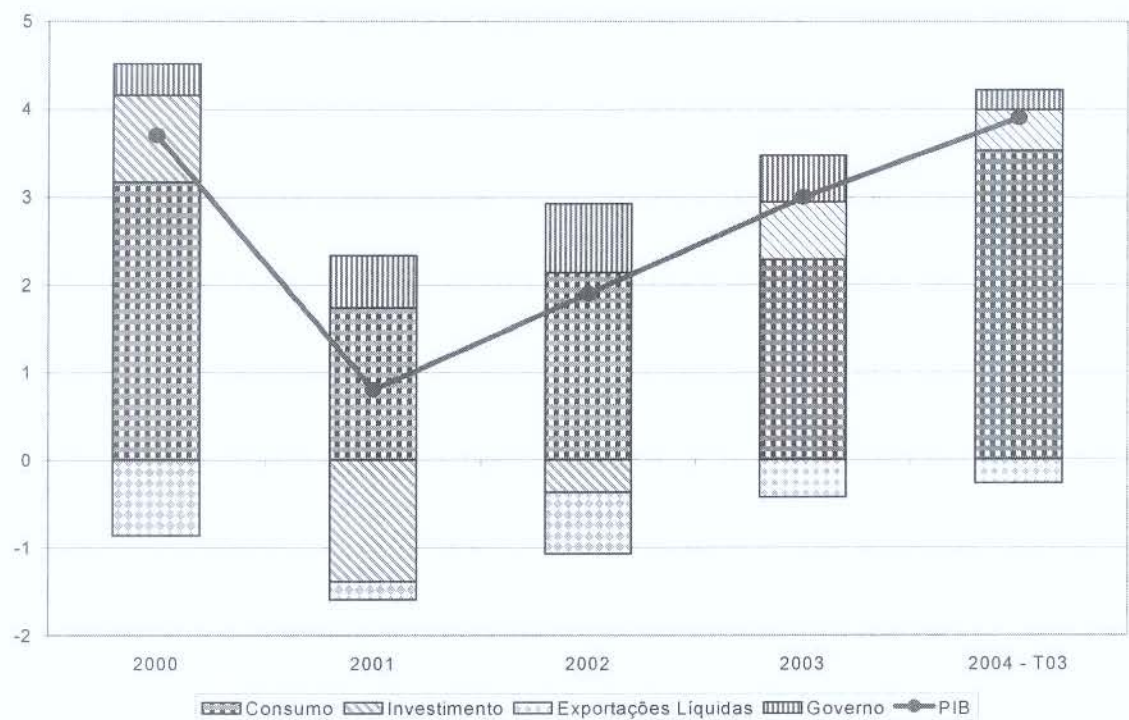
do capital de algumas empresas, além de ter invertido o ‘efeito-riqueza’, impondo uma pressão para o ordenamento dos balanços financeiros dos agentes. Ademais, ao revelar o excesso de capacidade existente e gerado durante o boom, deprimiu o investimento (a queda do investimento não residencial foi a mais acentuada desde o pós-guerra) e aumentou o corte de postos de trabalho e o desemprego.

A inflação de ativos que havia estimulado investimentos crescentes, ampliando o excesso de capacidade ociosa do setor manufatureiro ao chegar ao fim, interrompia a expansão econômica da segunda metade da década de 90. Na ausência da bolha do mercado de ações e com um setor manufatureiro deprimido, o crescimento e o dinamismo da economia norte-americana no período de reversão dos ciclos passaram a se apoiar na volta dos déficits fiscais e no consumo privado. Como veremos, a deterioração da posição financeira das famílias estimulada por uma bolha imobiliária persistiu nesse período.

O gráfico 26 mostra a contribuição dos principais componentes no crescimento do PIB após o ano 2000.

36 Segundo dados do Federal Reserve, a capacidade utilizada para a indústria norte-americana total caiu para 75% no final de 2001 voltando aos níveis de 1984. Para setores como computadores, equipamentos de comunicação e semicondutores, a

Gráfico 26 – Contribuição ao Crescimento do PIB – em porcentagem anual



Fonte: BEA

Como vemos acima, o crescimento do PIB desacelerou de 3,7% em 2000 para 0,8% em 2001. É notória a queda do investimento privado, que contribuiu negativamente em 1,39 pontos percentuais para o reduzido crescimento nesse ano. Não fosse o comportamento do consumo e do gasto do governo, a queda seria maior. No ano seguinte, o PIB se recuperou, crescendo a 1,9%, mas persistiu a contração do investimento privado, que só passou a contribuir positivamente para o PIB no primeiro trimestre de 2002. Destaca-se após o ano 2000 o comportamento do consumo, que (junto do gasto do governo) sustentou um crescimento positivo do PIB nos anos seguintes à desinflação da bolha acionária.

capacidade utilizada atingiu 61% em julho de 2002, não sendo possível qualquer comparação em termos históricos.

Com a queda do valor de suas ações (ver gráfico 25), as empresas reduziram a tomada de empréstimos³⁷ (ver gráfico 22) e o crescimento do investimento. Explicando de outro modo, o valor das ações das corporações despencou e o efeito prosperidade sobre o investimento começou a entrar em reversão³⁸.

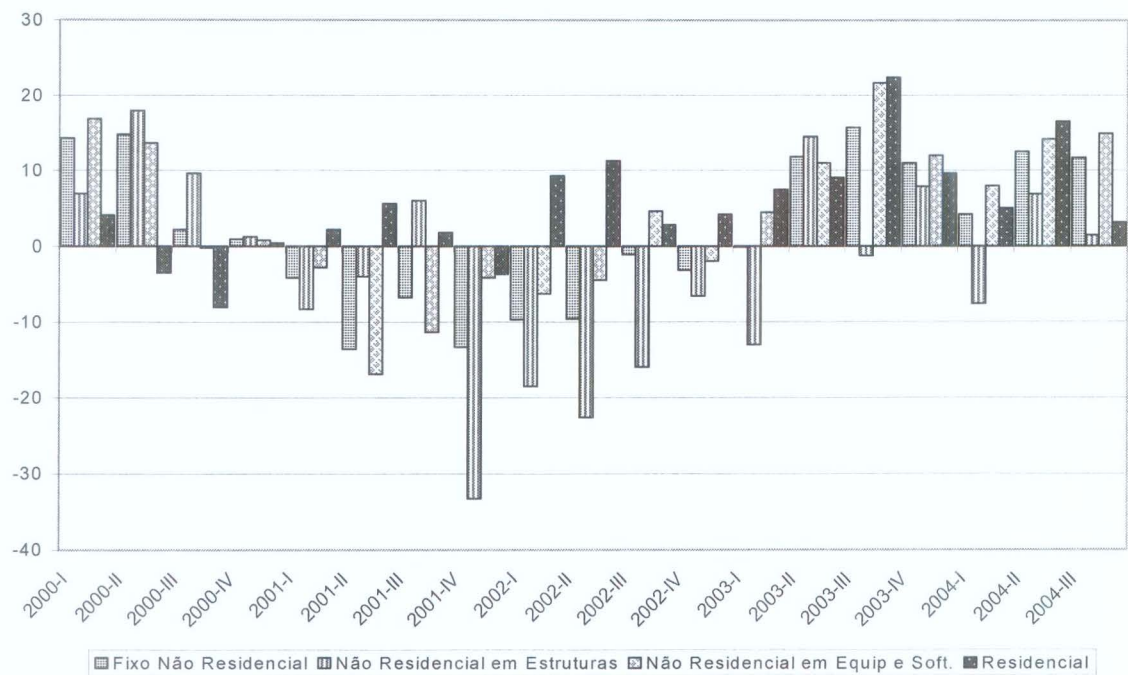
Observamos no gráfico 27, um longo período de declínio do investimento privado fixo não residencial. Este apresentou crescimento negativo a partir do primeiro trimestre de 2001 até o primeiro trimestre de 2003, ou seja, dois anos de queda. Quanto ao investimento residencial, houve uma queda no segundo e terceiro trimestre de 2000 e posteriormente no quarto trimestre de 2001, recuperando-se em seguida e se expandindo a taxas elevadas por refletir a bolha imobiliária. No gráfico 28, vemos a recuperação do investimento após o fim dos períodos recessivos datados pelo NBER³⁹. Ao comparar com o início de expansões anteriores, fica evidente a trajetória inferior às anteriores.

³⁷ Os empréstimos (fluxos) feitos por corporações desaceleraram de US\$437,0 bilhões no primeiro trimestre de 2000 para US\$185,4 bilhões no quarto trimestre de 2001, apresentando contração de -US\$50,8 bilhões no terceiro trimestre de 2002 – dados Flow of Funds D.2.

³⁸ O valor das ações de corporações a preços de mercado caiu de US\$20,228 trilhões no primeiro trimestre de 2000 para US\$11,425 trilhões no primeiro trimestre de 2003, nível semelhante ao segundo trimestre de 1997 – dados Flow of Funds L.213.

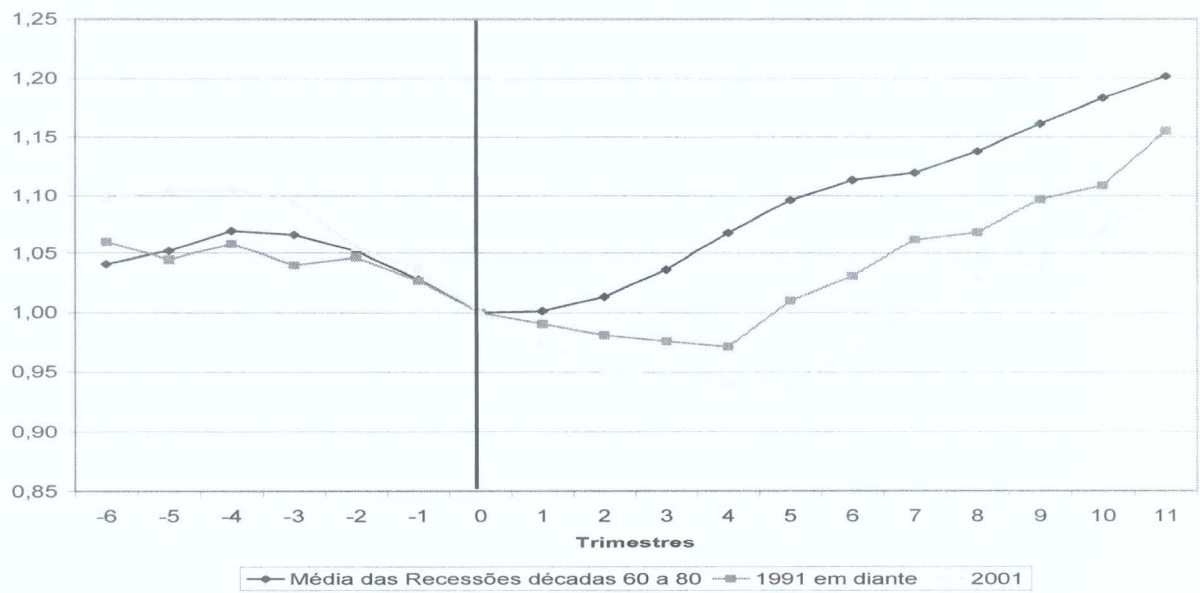
³⁹ Ver metodologia do NBER no anexo.

Gráfico 27 – Investimento Privado Fixo – Variação Trimestral Anualizada



Fonte: BEA

Gráfico 28 – Comportamento do Investimento Privado Não Residencial Após Recessões



Fonte: BEA; elaboração própria.

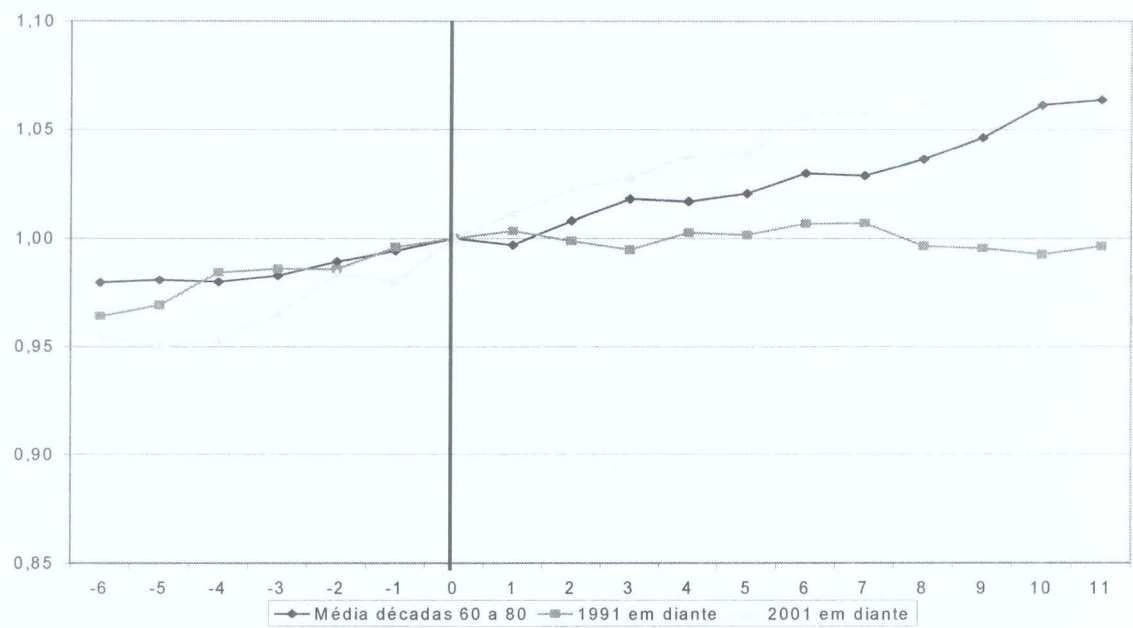
Esse declínio acentuado do investimento privado revela o excesso de investimentos estimulado anteriormente pela valorização acionária e, conseqüentemente o excesso de capacidade ociosa (ver tabela 24). Ou seja, esses investimentos em demasia foram motivados não por uma taxa de lucro crescente, mas por uma oferta de capital a custos reduzidos viabilizada através da emissão de ações sobrevalorizadas e da obtenção de empréstimos apoiada em tal valorização, bem como pela expectativa de expansão contínua da demanda, sobretudo em produtos de alta tecnologia (Brenner, 2002: 319).

Diante da reversão das bolsas acionárias e da exacerbação de taxas de lucro reduzidas e em queda, a acumulação de capital foi deprimida. Para sustentar o crescimento econômico, o governo impôs uma política fiscal anticíclica, saindo de um superávit de 0,87% do PIB no último trimestre de 2000 para um déficit estimado de 4,2% do PIB no ano fiscal de 2003 (ver gráfico 15). Nesse processo, a contribuição dos gastos do governo para o crescimento do PIB norte-americano passou de 12,9% em 2000 para 38,8% em 2002 (ver gráfico 26). Ressalte-se que esse foi “o mais rápido aumento do déficit público observado na economia norte-americana desde a Segunda Guerra Mundial” (Macedo, 2004: 15). Parte, porém, reverteu-se em superávit de alguns agentes do setor privado, como as firmas não financeiras (ver gráfico 22).

O gráfico 29 revela a importância do gasto do governo na recuperação após o quarto trimestre de 2001 (ponto zero no gráfico)⁴⁰. Quando comparado com as recessões anteriores, percebe-se o aumento do gasto do governo na recuperação recente, ficando acima da média das 5 recessões entre as décadas de 60 e 80 e da recuperação da recessão de 1991, que deu início ao maior período de expansão na história econômica norte-americana.

⁴⁰ Ver metodologia do gráfico no anexo.

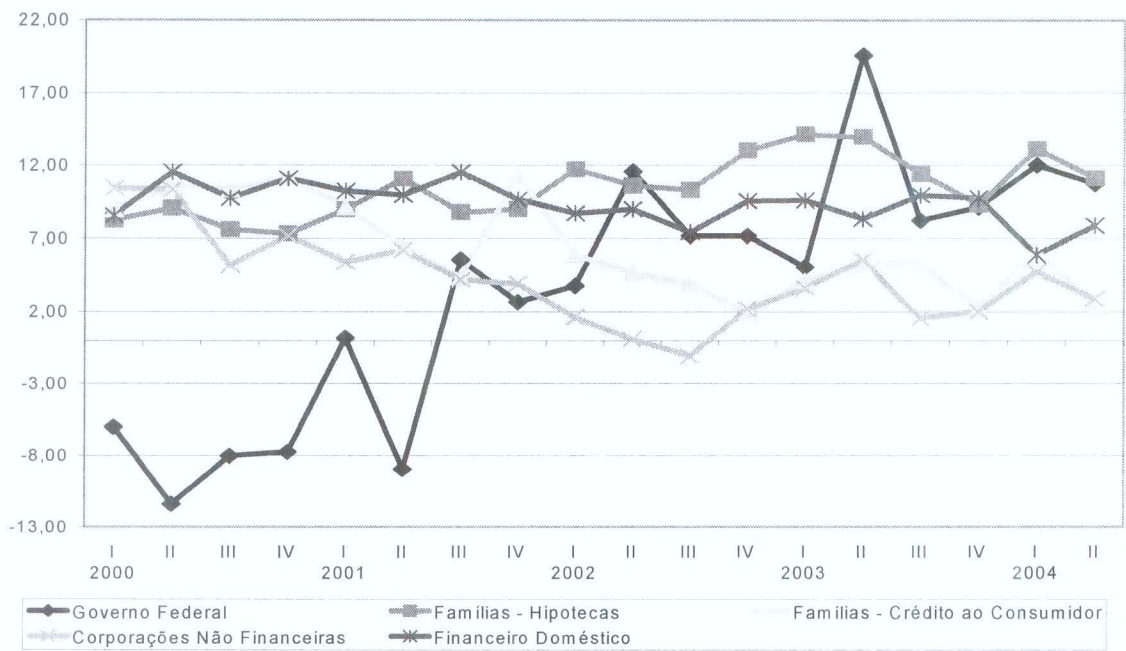
Gráfico 29 – Crescimento do Gasto do Governo em Consumo e Investimento Bruto após Recessões



Fonte: BEA; elaboração própria.

Outro indicador do comportamento do gasto público na recuperação recente é o aumento na tomada de empréstimos pelo governo, que pode ser visualizado através da deterioração de seu balanço financeiro (gráfico 1) ou através dos dados do Flow of Funds. Esses estão transcritos no gráfico 30, que mostra o crescimento da dívida por setor em taxas anuais com ajuste sazonal. Vemos o extraordinário aumento do endividamento do setor público que passa de um crescimento negativo de $-11,4\%$ anualizados no segundo trimestre de 2000 para $19,6\%$ anualizados no segundo trimestre de 2003.

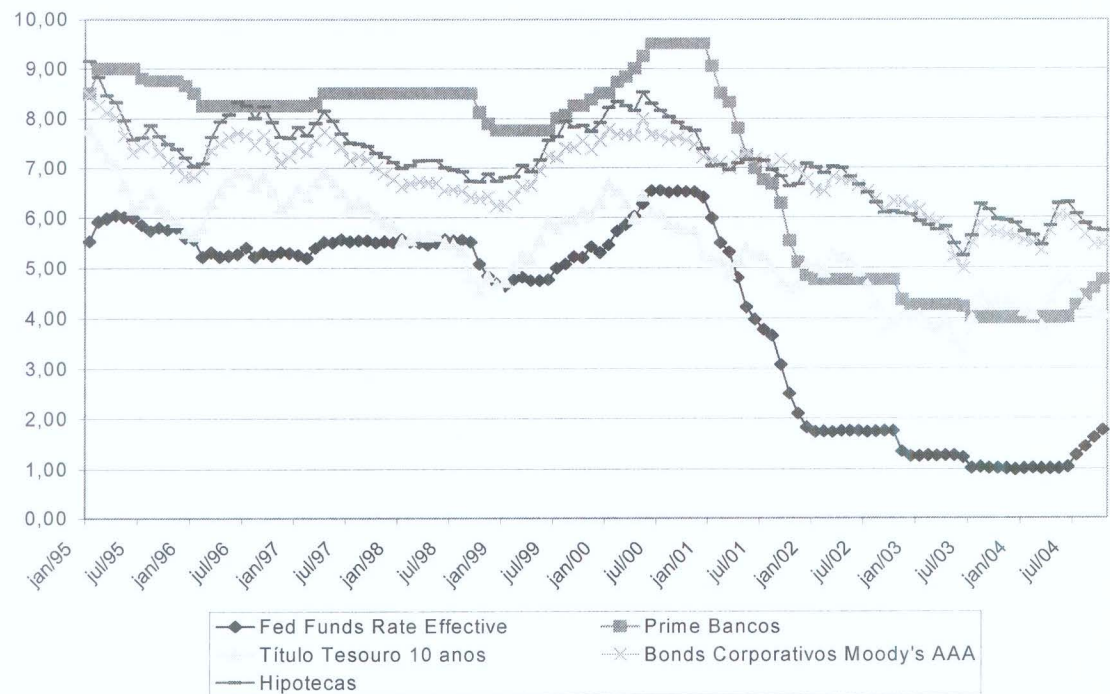
Gráfico 30 – Variação Trimestral Anualizada da Dívida, Setores e Instrumentos Seleccionados (% ao ano)



Fonte: Federal Reserve; elaboração própria.

Outra política anticíclica adotada foi a monetária através da redução da taxa de juros como aparece descrito em Macedo (2004a: 15-16) e FMC (2003). Como vemos no gráfico 31, houve um substancial corte na taxa de juros de curto prazo, Fed Funds Rate, que caiu de 6% em janeiro de 2001 para 1% em junho de 2003, sendo seguida por reduções nas taxas de juros de maior prazo.

Gráfico 31 – Taxa de Juros e Retornos de Bonds - % anual



Fonte: Federal Reserve

Sobre o mesmo tema, o FMC (2003) ressalta que, durante a recessão de 2001 o Federal Reserve atuou com menor intensidade que nas anteriores. “Para cada ponto percentual de expansão fiscal implementado pelo Congresso e Casa Branca na recessão de 2001, o banco central reduziu a taxa nominal em 177 pontos percentuais e a taxa real em 88, aproximadamente menos da metade para ambas as categorias nas nove recessões desde 1953” (FMC, 2003: 5-6). Prossegue ressaltando que “nas oito recessões entre 1953 e 1991, o Fed esperou uma média de 3 meses depois do vale de elevar a taxa de juros de referência e não mais de 5 antes de aumentar a funds rate”. Dois anos após o fim da recessão de 2001, o Fed ainda não tinha elevado suas taxas, mesmo com a rápida e crescente expansão fiscal vista anteriormente. Segundo a mesma fonte, a continuidade da política monetária expansionista é notável devido à rápida expansão da política fiscal. A razão estava na fraca recuperação econômica (produção industrial e empregos) e na reduzida taxa de inflação⁴¹.

⁴¹ Para maiores detalhes a respeito da política monetária, ver ERP (2004; 40-42) e FMC (2003).

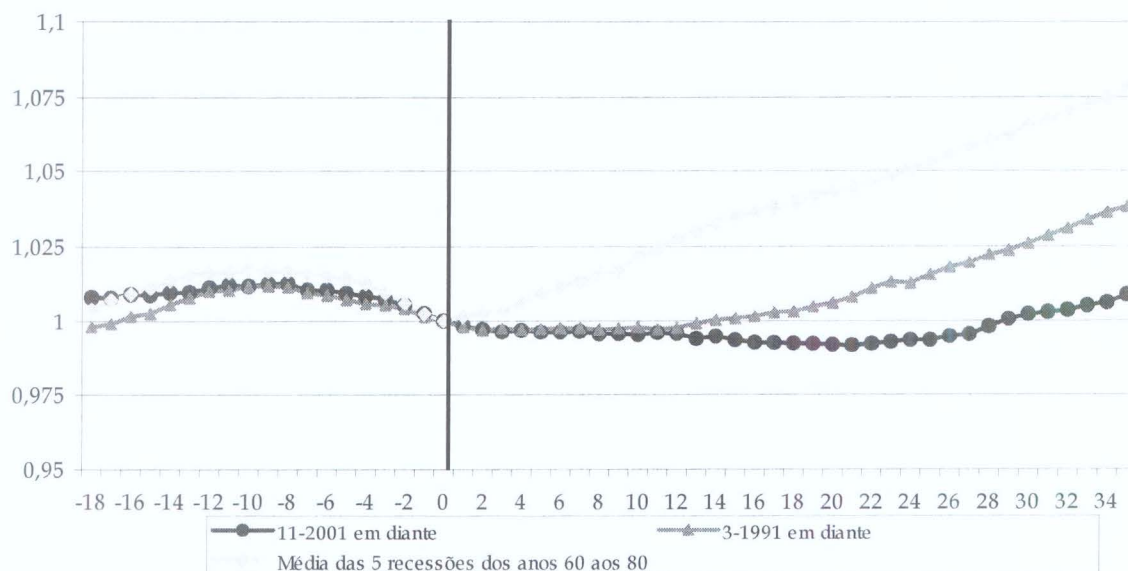
Diante de políticas monetária e fiscal frouxas e acomodativas, as empresas buscaram melhorar a sua posição financeira, como vemos no gráfico 22 e 25, reduzindo o crescimento da tomada de empréstimos e obtendo superávites financeiros. Ademais, como ressalta Macedo (2004: 17), “a relação entre dívida de longo prazo e crédito de mercado subiu de 66,2% em 2001 para 72,5% em 2003; no mesmo período, a relação entre dívida e patrimônio líquido caiu (de 51,0% para 49,4%) e aquela entre ativos líquidos e passivos de curto prazo aumentou (de 32,6% para 38,7%)”.

Quanto às famílias, vejamos a sua situação após a recessão de 2001. Estima-se que a reversão da bolha acionária impôs uma perda de US\$8 trilhões de riqueza em ações, exercendo impacto negativo sobre as famílias através de um efeito riqueza reverso, conforme explicado acima. Ademais, a taxa de desemprego aumentou após 2001 atingindo 6,3% da força de trabalho em junho de 2003, ou seja, mesmo após a inversão do ciclo econômico em novembro de 2001 segundo o NBER, a taxa de desemprego continuou caindo.

Segundo Price & Fungard (2004), o intervalo entre o vale da recessão e do emprego jamais tinha ultrapassado três meses. Além disso, essa seria a primeira recessão desde 1939 na qual não houve uma plena recuperação dos empregos até o trigésimo primeiro mês após o início da recessão. Até janeiro de 2004, trinta e quatro meses haviam passados depois do início da última recessão e os empregos ainda permaneciam 1,8% abaixo do pico. Isso levou diversos analistas a denominarem a recuperação recente de “*job-less recovery*”.

O gráfico 32 explica o que foi dito acima. Claramente após o fim da recessão (ponto zero), a recuperação do emprego no período recente ficou bem abaixo da recuperação no início dos anos 90 (foi a primeira recuperação intitulada “*job-less*”).

Gráfico 32 – Recuperação do Emprego Não-Agrícola após Recessões



Fonte: BLS; elaboração Macedo (2004b)

Outro fato que ajuda a explicar a deterioração do mercado de trabalho é a fraca recuperação da renda agregada de salários e ordenados. Cálculos feitos por Price & Fungard (2004) mostram que 33 meses após o início da recessão (dezembro de 2003), a renda agregada de salários e ordenados permanecia 0,7% abaixo do mês inicial. Em todas as recessões passadas essa variável estava acima do seu nível inicial: na década de 60, 8,8% acima; em 1969, 8,2%; 1973, 0,1%; 1981, 5,8%; e 1990, 1,2%.

Apesar dessa deterioração do mercado de trabalho e na renda agregada de salários e ordenados, o gasto de consumo e sua contribuição no PIB aumentaram (ver gráfico 26). Segundo o Economist (2004a), isso só foi possível devido a cortes de impostos de renda e, principalmente a um endividamento crescente em hipotecas⁴². Ou seja, uma nova bolha de ativos estaria em vigor na economia norte-americana estimulando uma crescente tomada de empréstimos via hipotecas por parte das famílias (ver gráfico 30) e, conseqüentemente, o consumo e investimento residencial.

⁴² Ressalte-se que o a queda no endividamento via crédito ao consumidor foi mais que compensada pelo marcante aumento na dívida na forma de hipotecas como está ilustrado no gráfico 6.

Obviamente, os processos acima descritos, redução das taxas de juros e aumento das dívidas em hipotecas, estão ligados à valorização dos preços dos imóveis e sustentação do consumo. Vejamos melhor esse processo.

Segundo Baker (2002), uma explicação óbvia para o aumento dos preços dos imóveis seria, como no caso do Japão, a desinflação da bolha no mercado financeiro alimentando uma bolha imobiliária. Frente à reversão dos preços dos ativos financeiros e à expectativa de perda de valor, as pessoas teriam começado a comprar casas maiores e melhores, elevando os seus preços. Com isso, criou-se uma expectativa de novos aumentos, estimulando aquisições que não ocorreriam diante de preços normais historicamente. De acordo com Economist (2004a), o preço médio de casas nos Estados Unidos subiu 40% em termos reais desde 1995, fato sem precedentes no período pós-guerra. Esse aumento dos preços teria criado mais de US\$3 trilhões em nova riqueza imobiliária, quando comparado com uma situação na qual os preços imobiliários acompanhassem o ritmo da inflação.

Assim como a bolha financeira, a imobiliária também estimulou o consumo. Ao ver o valor de suas casas enquanto fonte de riqueza subir, um novo efeito riqueza estaria em vigor, contrabalançando perdas geradas pelo fim da bolha financeira. Ademais, a troca de dívidas bancárias e de cartão de crédito por dívidas imobiliárias com taxas de juros menores também estimulou o gasto.

Contudo, deve-se ressaltar os riscos que a reversão de uma bolha imobiliária traz. Baker (2004) atesta que o aumento de preços imobiliários não está sendo dirigido por fatores ligados a fundamentos, uma vez que o preço dos imóveis e dos aluguéis não está subindo simultaneamente. Apesar dos aluguéis terem apresentado um aumento acima da inflação entre 1995 e 2001, não acompanharam os preços dos imóveis. Ademais, nos últimos dois anos a taxa de aumento dos aluguéis desacelerou e em algumas regiões como Seattle e São Francisco, as mesmas estão caindo. Outro fato preocupante seria a obtenção de empréstimos acima do valor da propriedade ao adicionar "*closing costs*" às hipotecas, permitindo às famílias financiar outros gastos.

Logo, como os preços imobiliários não estão sendo dirigidos por fundamentos, uma reversão nessa trajetória é provável nos próximos anos (mas não previsível como coloca Baker (2004) e Economist (2004a)). Um aumento na taxa de desemprego ou elevação nas taxas de juros

poderia gerar sérios problemas para a realização dos serviços da dívida, com forte impacto sobre os gastos em consumo.

A análise presente em IMF (2003) ressalta que os efeitos de uma queda nos preços imobiliários sobre a economia real são significativamente maiores que um declínio nos preços no mercado financeiro. As bolhas imobiliárias foram menos freqüentes, duraram aproximadamente duas vezes mais e estiveram associados a *busts* mais freqüentes e a perdas de produto duas vezes maior, refletindo maiores impactos sobre o consumo e sistema bancário (IMF, 2003: 61, 72-74). Por fim, cabe ressaltarmos que *busts* imobiliários estiveram associados a apertos na política monetária nas décadas de 70 e 80, quando reduzir a inflação era um objetivo importante. Logo, um aumento nas taxas de juros poderia trazer sérias conseqüências econômicas para a economia norte-americana.

Por fim, teceremos alguns comentários sobre uma possível fonte de crescimento e dinamismo da economia norte-americana: as exportações líquidas. Godley (2004) argumenta que diante dos elevados déficits do governo e corrente e com o setor privado ainda altamente endividado, a única saída para um crescimento satisfatório no médio prazo seria através de um aumento sustentado nas exportações líquidas. Contudo, a maior elasticidade-renda das importações frente às exportações e a reduzida depreciação do dólar perto do necessário para melhorar o balanço comercial colocam obstáculos a essa alternativa.

Em 2000, o déficit balanço comercial atingiu a cifra de 3,87% do PIB, aumentando sucessivamente, mesmo após a depreciação do dólar contra o euro e demais moedas⁴³. Em 2003, essa relação chegou a 4,69% e no terceiro trimestre de 2004 a 5,39%. Tomando o balanço comercial de bens de consumo manufaturados (excluindo alimentos) e veículos, o déficit aumentou de 2,36% do PIB em 1998 para 3,30% do PIB em 2003.

Por trás desses números está um fato conhecido, a elasticidade-renda das importações ser maior que a das exportações, de modo que, *ceteris paribus*, a manutenção de um saldo comercial pelos Estados Unidos só é possível se a economia norte-americana crescer menos rapidamente que as seus parceiros comerciais. Estudos apontados por Dos Santos (2004) estimam a

⁴³ Segundo o Economist (2004b), o dólar perdeu 35% do seu valor contra o euro desde o início de 2002 até o final de novembro de 2004 e 17% contra uma cesta ampla de moedas.

elasticidade renda das importações entre 1,7 e 2,87 e a das exportações entre 0,99 e 2,42, sendo a primeira sempre maior que a segunda quando aplicada a mesma metodologia.

Ademais, diversas análises apontam para a necessidade de desvalorização cambial por volta de dez pontos percentuais anuais apenas para manter o atual nível de endividamento (Mann, 2004). Contudo, para alguns autores, as aquisições de ativos financeiros denominados em dólar feitas por países superavitários impedem que tal desvalorização ocorra. Dooley *et alli* (2004), por exemplo, acreditam que ocorreu uma reconstituição do sistema de Bretton Woods, cabendo aos asiáticos – devido ao seu interesse – a tarefa de sustentar o dólar. Visando um crescimento acelerado, esses países definem um câmbio desvalorizado em relação ao dólar, “aceitando a moeda norte-americana como contra-partida das importações de bens e das exportações de capital realizadas pelos Estados Unidos” (Macedo, 2004a: 28). A partir de um certo momento passam a acumular reservas que são reaplicadas em ativos denominados em dólar.

Segundo o Economist (2004b), no primeiro semestre de 2004, os bancos centrais estrangeiros financiaram três quintos do déficit corrente norte-americano e aumentaram as reservas globais em moedas estrangeiras (65% denominadas em dólar) em US\$1 trilhão em apenas 18 meses – a adição anterior de US\$1 trilhão nas reservas oficiais demorou uma década para ser realizada. O artigo conclui dizendo que tais aquisições não estão baseadas nos retornos esperados dos ativos norte-americanos, mas no objetivo de manter suas moedas nacionais subvalorizadas em relação ao dólar. Ressalta-se também que a taxa de câmbio real ampla do dólar ponderada pelo comércio exterior com seus principais parceiros comerciais caiu somente 15% desde o início de 2002 comparado com a queda de 34% do pico de 1985 na depreciação na segunda metade da década de 80.

Na ausência de desvalorizações significativas e assumindo hipóteses plausíveis sobre o crescimento do mundo, mesmo uma redução gradual no crescimento norte-americano de 4,7% para 2,8% em 2008 elevaria o déficit corrente para 10% do PIB, segundo cálculos de Mann (2004). Com isso, a contribuição das exportações líquidas para o PIB seria fortemente negativa, o que forçaria um aumento dos gastos públicos e privados para manter o crescimento real, resultando em um déficit financeiro nacional (privado e público) da ordem de 10%, obviamente. Porém esse cenário é improvável, mesmo diante de um novo boom de investimento, uma vez que

o volume de dívidas acumuladas tenderia a acelerar os desequilíbrios financeiros existentes (Dos Santos, 2004).

Para Dos Santos (2004), uma visão otimista sobre o futuro da economia norte-americana tem que combinar: uma retomada do investimento, do ritmo de valorização dos ativos norte-americanos, um aumento na taxa de poupança pessoal para reduzir a fragilidade financeira das mesmas, uma desvalorização constante e ordenada e uma diminuição dos preços internacionais de *commodities* para evitar elevações futuras das taxas de juros. Como aponta Dos Santos (2004), mesmo que isso tudo ocorra simultaneamente no curto prazo, não significa a resolução dos desequilíbrios estruturais da economia norte-americana.

À luz das análises de Brenner (2002) e Palley (2002), mecanismos de compensação de demanda agregada foram colocados em funcionamento na economia norte-americana sem solucionar problemas estruturais. Pelo contrário, os mecanismos de geração de demanda em vigor após 1997 – *boom* acionário estimulando investimentos crescentes sem correspondente movimento nas taxas de lucro, redução da poupança pessoal e aumento do endividamento privado deteriorando a posição financeira das famílias – teriam acentuado os elementos responsáveis pelo baixo dinamismo do período 1973-93. Uma vez que esses mecanismos compensatórios se exaurirem, a economia norte-americana enfrentaria um problema de falta de demanda, criando novas dificuldades a uma retomada sustentável do crescimento.

Parece claro que só pode haver correções dos problemas estruturais norte-americanos com redução do poder de compra do dólar através de um novo e amplo Acordo de Plaza, forçando uma saída via exportações líquidas; ou então, via maior erosão do salário real, deteriorando o poder de compra dos trabalhadores e distribuindo renda para os lucros para um crescimento *profit led*. Porém, como vimos acima, o problema atual não parecer ser o comportamento dos lucros e a retomada de investimentos por parte das empresas. A recomposição das margens de lucro não restauraria, pelo menos não rapidamente, os altos níveis de demanda gerados pelos mecanismos compensatórios descritos anteriormente, além de não exercer o mesmo efeito sobre o investimento devido ao excesso de capacidade ainda existente. No longo prazo, crescimento “*profit led*” pode ser possível, mas a transição requerirá políticas de gerenciamento da demanda, aparentemente uma possibilidade somente depois de um amplo acordo internacional refazendo as bases de crescimento da economia internacional.

Por fim, não podemos prever até quando essas contradições podem se estender, mas podemos ver que seus graus de liberdade estão se estreitando crescentemente. Nada melhor para sintetizar tudo o que foi dito até o momento que a epígrafe contida em Dos Santos (2004), escrita por Nicholas Kaldor há mais de 30 anos sobre as tendências de longo prazo da economia norte-americana, mas válida até os dias de hoje:

"Under the rules of the game of the world-dollar-standard it is, of course, the responsibility of the "key currency" country to keep its own economy prosperous by generating enough internal purchasing power to maintain the level and the rate of growth of effective demand. Unlike all other countries it is able to do so without having to worry about its balance of payments. Nevertheless, as the products of American industry are increasingly displaced by others, both in American and foreign markets, maintaining prosperity requires ever-rising budgetary and balance of payments deficits, which makes it steadily less attractive as a method of economic management. If continued long enough it would involve transforming a nation of creative producers into a community of rentiers increasingly living on others, seeking gratification in ever more useless consumption, with all the debilitating effects of the bread and circuses of Imperial Rome. In addition, the objectives on which successive American governments spent their freely printed money appeared either so useless or morally repellent – lunar flights or Vietnam Wars – as to arouse increasingly universal hostility against the System, both inside and outside the United States. Sooner or later it had to break down" (Kaldor, [1971], 1978;61, apud Dos Santos, (2004))⁴⁴.

⁴⁴ Kaldor, N. "The Dollar Crisis." In Kaldor, N. *Collected Economic Essays Vol.6: Further Essays on Applied Economics*. Londres: Duckworth, 1971

ANEXO

1 – Balanço Financeiro dos Três Macro Setores

O balanço dos macro setores da economia norte-americana representa uma identidade contábil que, obviamente, deve somar zero. A saldo financeiro do setor privado (PNS) deve ser igual à soma do déficit governamental (PSBR) mais o saldo do balanço de transações correntes (BP).

$$PNS = PSBR + BP$$

Decompondo cada setor em seus principais componentes, temos:

$$PNS = Y - T + TRG + TRF - PX$$

$$PSBR = G - T + TRG$$

$$BP = (X - IM) + TRF$$

Y representa o PIB nominal, T os impostos, TRG as transferências governamentais, TRF as transferências externas, PX os gastos privados em consumo e investimento, G representa o gasto governamental em consumo e investimento bruto, X as exportações de bens e serviços e M as importações de bens e serviços.

O saldo agregado da conta corrente do balanço de pagamentos foi obtido em BEA NIPA tables, tabela 4.1 (Foreign Transactions in the National Income and Product Accounts), linha 29. Decompondo-o, podemos retirar as exportações e importações da mesma tabela, linhas 2 e 14. Quanto às transferências externas (renda líquida e transferências líquidas recebidas do exterior), utilizamos a mesma tabela, utilizando a receita de rendas (linha 7) menos os pagamentos de rendas (linha 19) menos os impostos correntes e pagamentos de transferências para o resto do mundo (linha 25).

O saldo financeiro do governo foi obtido em BEA NIPA tables, tabela 3.1 (Government Current Receipts and Expenditures), linha 39. Decompondo-o, obtemos os gastos do governo através da soma dos gastos em consumo (linha 15) e dos gastos em investimento bruto (linha 35), ambos na mesma tabela. Quanto aos impostos, utilizamos a linha 2 da mesma tabela que representa a receita com impostos correntes. A variável restante, transferências governamentais foi obtida por diferença das demais. Subtraímos do saldo financeiro do governo o gasto do governo em consumo e investimento bruto e somamos os impostos. Ressalteemos que o saldo do setor público foi multiplicado por menos um, já que estamos utilizando-o como déficit e não superávit.

O saldo financeiro do setor privado foi obtido por diferença dos dois outros setores, ou seja, somamos o déficit financeiro do setor governo ao saldo do setor externo. Também podemos decompô-lo e utilizarmos os seus componentes para alcançar o saldo financeiro do setor privado. O gasto privado foi obtido através da soma do gasto em consumo pessoal e do investimento privado bruto, linhas 2 e 6 da tabela 1.1.5 (Gross Domestic Product). utilizamos também o PIB nominal, linha 1 da mesma tabela.

Por fim, os três saldos foram divididos pelo mesmo PIB nominal afim de obtermos os saldos como porcentagem do PIB.

O gráfico 1 claramente mostra que o balanço privado escrito como superávit é igual ao balanço do governo escrito como déficit mais o superávit do balanço de transações correntes. Note que tanto um déficit governamental quanto um superávit no setor externo (balanço de transações correntes) criam ativos para o setor privado. Um aumento no balanço externo combinado com uma queda no balanço do governo pode ser gerado por um aumento exógeno das exportações ou por um corte nos gastos do governo, por exemplo. Contudo, ressaltamos que uma discussão das implicações econômicas dos déficits fiscais e do comportamento da poupança e do investimento não pode ser conduzida simplesmente através dessa identidade *ex post*.

Por exemplo, alguns economistas sintetizados na figura de Greenspan, argumentam que um aumento da poupança nacional através de superávits fiscais mantém as taxas de juros baixas. Isso teria contribuído para o *boom* de investimentos na segunda metade da década de 90, fortalecendo o crescimento da produtividade e o crescimento econômico. Ou seja, uma maior

disciplina fiscal, lida na identidade acima como um corte nos gastos do governo, contribuiria para uma expansão econômica robusta.

Já economistas de uma vertente estruturalista keynesiana, como, por exemplo, Godley, argumentam que o crescimento, sobretudo na segunda metade da década de 90, foi sustentado por um volume crescente de empréstimos e que perderia dinamismo quando o endividamento assumisse níveis insustentáveis. Desse modo, era necessário uma política fiscal expansionista para manter o crescimento diante de um ajuste patrimonial do setor privado. Portanto, a partir de uma identidade chegamos a resultados totalmente díspares em termo de política econômica.

Justifica-se esse trabalho adicional com os dados estatísticos, decompondo os setores macro em uma soma de variáveis macroeconômicas para a construção de cenários macroeconômicos dentro do Centro de Conjuntura e Política Econômica (CECON) do Instituto de Economia da UNICAMP. Através da desagregação de seus componentes, podemos estimar o efeito de uma variação no balanço financeiro de um setor sobre os demais. Por exemplo, quais seriam os efeitos de um aumento na poupança do setor privado sobre o déficit fiscal e balanço de transações correntes, e vice-versa.

2 – Metodologia National Bureau of Economic Research (NBER)

O início e fim dos ciclos econômicos norte-americanos são tradicionalmente determinados pelo National Bureau of Economic Research (NBER), organização privada e não lucrativa nos Estados Unidos fundada em 1929, iniciando suas publicações de “business cycles” em 1929. Ao identificar os picos e vales, o comitê analisa o movimento de vários indicadores econômicos como produto, renda, emprego e vendas. Utilizando essa metodologia, o NBER determina os ciclos desde 1854, tendo ocorrido 32 expansões e 32 recessões, representando 31 ciclos (pico a pico), sem incluir a expansão atual. Apesar de serem chamados de ciclos, essas flutuações não são regulares e nem previsíveis. A expansão mais longa foi a da década de 90 com 120 meses de duração, a maior contração de outubro de 1873 a março de 1879 e a menor com apenas seis meses a partir de janeiro de 1980.

O NBER não utiliza a definição tradicional de recessão: dois trimestres consecutivos de declínio do PIB real. Considera um declínio generalizado por toda a economia com duração acima de alguns meses, normalmente visível através do PIB real, renda real, emprego, produção industrial e vendas no varejo e atacado, todos eles indicadores mensais e não trimestrais. O NBER ressalta que o estado normal da economia é a expansão, sendo as recessões curtas.

Segundo essa metodologia, uma recessão é um período de atividade em diminuição e não reduzida (“period of *diminishing* activity rather than *diminished* activity”), ou seja, identifica-se o ponto mais alto de atividade e o mais baixo. O tempo entre eles é considerado uma recessão, período quando está ocorrendo uma contração da atividade econômica. Logicamente, o período seguinte é uma expansão. A publicação dos ciclos somente é feita após vários meses após o ocorrido, permitindo ao NBER ter certeza de que se trata de um pico ou vale.

São dados pesos consideráveis para o PIB real e para outras medidas de produto e considera outros indicadores de atividade econômica, sem existir uma regra fixa para a ponderação desses indicadores.

A fonte de emprego utilizada é o “payroll survey”. Para as estimativas mensais do PIB real, o comitê utiliza um indicador próprio preparado por uma firma de consultoria, são “fairly noisy” e sujeitos a revisão.

A seguir apresentamos as datas de referência para os ciclos econômicos e sua duração.

Tabela 27 - Ciclos NBER

CICLO - DATAS DE REFERÊNCIA		DURAÇÃO EM MESES			
Datas Trimestrais entre parêntese		Contração		Expansão	
Pico	Vale	Pico ao Vale	Vale Prévio ao este Pico	Vale ao Vale Anterior	Ciclo Pico ao Pico Anterior
Abril 1960(II)	Fevereiro 1961 (I)	10	24	34	32
Dezembro 1969(IV)	Novembro 1970 (IV)	11	106	117	116
Novembro 1973(IV)	Março 1975 (I)	16	36	52	47
Janeiro 1980(I)	Julho 1980 (III)	6	58	64	74
Julho 1981(III)	Novembro 1982 (IV)	16	12	28	18
Julho 1990(III)	Março 1991(I)	8	92	100	108
Março 2001(I)	Novembro 2001(IV)	8	120	128	128
Média, todos os ciclos:					
1854-2001 (32 ciclos)		17	38	55	56*
1854-1919 (16 ciclos)		22	27	48	49**
1919-1945 (6 ciclos)		18	35	53	53
1945-2001 (10 ciclos)		10	57	67	67

* 31 ciclos

** 15 ciclos

Fonte: NBER

Os gráficos 28 (Comportamento do Investimento Privado Não Residencial Após Recessões), 29 (Crescimento do Gasto do Governo em Consumo e Investimento Bruto após Recessões) e 32 (Recuperação do Emprego Não-Agrícola após Recessões) apresentadas no capítulo 3 seguem a mesma metodologia empregada pelo NBER. Para a elaboração do primeiro, foi utilizada a tabela 5.3.3 (Real Private Fixed Investment by Type, Quantity Indexes); do segundo, a tabela 3.9.3 (Real Government Consumption Expenditures and Gross Investment, Quantity Indexes) do BEA, NIPA tables; e no terceiro, dados de empregos com carteira assinada o total da economia não agrícola retirados do BLS.

Em ambos, utilizamos os períodos apresentados acima de datação dos ciclos econômicos da economia norte-americana elaborados pelo NBER. O período (trimestre no caso do gasto do governo e mês no caso do emprego não agrícola) tomado como base zero corresponde ao vale da recessão e início da expansão no ciclo seguinte. Para esse atribuímos o valor 1; aos demais, dividimos pelo valor do período base. Em ambos o objetivo foi verificar como a variável em questão se comportou logo após o fim da recessão e início da recuperação econômica seguinte.

BIBLIOGRAFIA

- ARISTA, J'D.: *Flow of Funds Review and Analysis*. Diversas Edições. In: www.fmcenter.org
- ARMSTRONG, P., GLYN, A., HARRINSON, J. (1991): *Capitalism Since 1945*. Basil Blacwell, Massachusetts, USA/Oxford, UK.
- ARRIGHI, G. (2003): *The Social and Political Economy of Global Turbulence*. In: New Left Review 20. March-April 2003
- BAKER, D. (2002): *The Housing Affordability Index: A Case of Economic Malpractice*. In: www.cepr.net December 2002.
- _____ (2003): *Bursting Bubbles: Why the economy will go from bad to worse*. In: www.cepr.net September 2003.
- _____ (2004): *The Housing Bubble: A Time Bomb in Low Income Communities*. In: www.cepr.net
- BELLUZZO, L. G. e COUTINHO, L. (1998): *Financeirização" da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas*. In: Economia e Sociedade nº 11. Campinas. 1998
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2003). *73 rd Annual Report 1º Abril 2002 – 31 Março 2003*. 30 junho de 2003.
- BLOCK, F.L. (1977): *The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present*. University of California Press, 1977.
- BRENNER, R. (1998). *The Economics of Global Turbulence: A Special Report on World Economy, 1950-98*. New Left Review 229, May-June 1998.
- _____ (2002). *O Boom e a Bolha: Os Estados Unidos na economia mundial*. Rio de Janeiro. 2002
- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS (BEA): *International Transactions Accounts*. In: www.bea.gov
- _____ *International Investment Position*

_____ *National Income and Product Accounts Tables (NIPA)*

BUREAU OF LABOR STATISTICS (BLS): *Employment and Unemployment*

_____ *Prices and Living Conditions*

_____ *Productivity and Technology*

_____ *Productivity: International Comparisons*

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2004): *The Cyclically Adjusted and Standardized Budget Measures*. CBO Report May 2004

_____ *Historical Budget Data*.

DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D. & GARBER, P. (2004): *The Revived Bretton Woods System: the Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Economies*. NBER Working Paper 10332. March 2004.

DOS SANTOS, C. H. (2004): *Notas sobre a Crescente (e Peculiar) Fragilidade Financeira do Capitalismo Norte-Americano*. In: *Economia e Sociedade* n° 23. Campinas, 2004 (no prelo)

DUMÉNIL, G. e LÉVY, D. (2002a): *Manufacturing and Global Turbulence. Brenner's Misinterpretation of profit rate differentials*. In: *Review of Radical Political Economy*, Vol. 34(1), pp. 45-48.

_____ (2002b): *The Profit Rate: Where and how much did it fall? Did it Recover? (USA 1948-2000)*. In: *Review of Radical Political Economy*, Vol. 34, pp. 417-436.

ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT, várias edições. Council of Economic Advisers <http://w3.access.gpo.gov/eop/>

ECONOMIST (2004a); *The Great Illusion*. September 30th 2004

_____ (2004b): *The Future of the Dollar: The Passing the buck?* December 2nd 2004

FAJNZYLBER, F. (1983): *La industrialización trunca de América Latina*. Editorial Nueva Imagen, México. 1983.

FEDERAL RESERVE BOARD: *Federal Reserve Bulletin*. Várias Edições. In: www.federalreserve.gov

_____ *Flow of Funds Accounts of the United States*. In: www.federalreserve.gov

_____ *Monetary Policy to the Congress*. In: www.federalreserve.gov

_____ *Survey of Economic Finances*. In: www.federalreserve.gov

_____ *Testimony of Federal Reserve Officials and Speeches of Federal Reserve Board Members*.

FINANCIAL MARKET CENTER (FMC, 2003): *The Bush Fed in Perspective*, FOMC Alert Winter 2003, Vol. 7, Issue 1. In: www.fmcenter.org

GODLEY, W. (2000). *Seven Unsustainable Processes: Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World*. Strategic Analysis. In: www.levy.org May, 2000

_____ (2003): *The US Economy; A Changing Strategic Predicament*. Strategic Analysis. In: www.levy.org February, 2003.

_____ (2004): *Prospects and Policies for the US Economy: Why Net Exports Must Now Be The Motor For US Growth*. In: www.levy.org July 2004

_____ (2000). *Seven Unsustainable Processes: Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World*. Strategic Analysis. In: www.levy.org May, 2000

GORDON, R. (2002). Technology and economic performance in the American economy. *NBER Working Paper 8771*

_____ (2003). Hi-tech innovation and productivity growth: does supply create its own demand? *NBER Working Paper 9437*.

HELLEINER, Eric (1994a). *From Bretton Woods to Global Finance: A World Turned Upside Down*; in Stubbs, R. & Underhill, G.R.D. – “Political Economy and the Changing Global Order”.

_____ (1994b). *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca, Nova York, Cornell University Press.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF).: *United States: Article IV*. In: www.imf.org
Vários anos.

_____ (2003). *World Economic Outlook: Growth and Institutions*. Cap. 2. Abril de 2003. Washington D. C.

_____ *International Financial Statistics*. In: <http://ifs.apdi.net/imf/logon.aspx>

- KALDOR, N. (1971): *The Dollar Crisis*. In Kaldor, N. *Collected Economic Essays Vol.6: Further Essays on Applied Economics*. Londres: Duckworth, 1971
- KINDLEBERGER, C. P. (1989): *Manias, panics, and crashes – a history of financial crises*. Basic Books, 1989.
- MACEDO E SILVA, A. C. (2003a): *A Economia Global no Fio da Navalha*. Boletim Política Econômica em Foco 1. In: www.eco.unicamp.br Maio/Agosto 2003.
- _____ (2003b): *Economia Global: O Espetáculo do Crescimento?* Boletim Política Econômica em Foco 2. In: www.eco.unicamp.br Setembro/Dezembro 2003.
- _____ (2004a): *A Caravana e a Bolha (Um Espetáculo Pós Moderno)* Boletim Política Econômica em Foco 3. In: www.eco.unicamp.br Janeiro/Abril 2004.
- _____ (2004b): *Norte-Americanos, Chineses e a Alegria do Mundo* Boletim Política Econômica em Foco 4. In: www.eco.unicamp.br Maio/Outubro 2004.
- MADDISON, A (1982): *Phases of Capitalist Development*. Oxford University Press.
- MAKI, D.M & PALUMBO, M.G. (2001): *Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Households Savings in the 1990's*. Federal Reserve Board, Working Paper n 21, April 2001. In: www.federalreserve.gov
- MANN, C. L. (2004): *Managing Exchange Rates Achievement of Global Re-Balancing or Evidence of Global Co-Dependency?* Business Economics July 2004
- MARGLIN, S.A. and BHADURI, A. (1990): *Profit Squeeze and Keynesian Theory*. In: *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. Stephen A. and Julie B. Schor.
- NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH (NBER): *Business Cycle Dates*. In: <http://www.nber.org/cycles.html>
- PALLEY, T. I. (2002): *Economic contradictions coming home to roost? Does the U.S. Economy face a long-term aggregate demand generation problem?* In: *Jornal of Post Keynesian Economics*. Fall 2002, Vol 25, n.1
- PRICE, L. & FUNGARD, Y. (2004): *Understanding The Severity of The Current Labor Slump*. Economic Policy Institute Briefing Paper. February, 2004. In: www.epinet.org
- SERRANO, F. (2002): *Do ouro imóvel ao dólar flexível*. In: *Economia e Sociedade*, v. 11, n. 2 (19), jul./dez. 2002. Campinas, SP.

TAVARES, M. C. (1997): *A Retomada da Hegemonia Norte-americana* in Tavares, Maria da Conceição, e José Luís Fiori (orgs), “Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização” – Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

WRAY, L. R. (2000): *Can The Expansion Be Sustained? A Minskian View*. Policy Note 2000/5.
In: www.levy.org