

## Uma análise histórico-econômica das políticas do primeiro governo de Barack Obama nos Estados Unidos, 2009-2012

A historical-economic analysis of the policies of the first Barack Obama administration in the United States, 2009-2012

Vitor Eduardo Schincariol\*

**Resumo:** A economia dos Estados Unidos passou por uma grande crise econômico-financeira iniciada no ano de 2008, a chamada crise do *subprime*. O desencadear desta crise coincidiu com a posse do democrata Barack Obama como presidente da república. Sua administração teve então que lidar com os eventos subsequentes originados pela crise, particularmente mediante a aplicação de políticas econômicas bastante heterodoxas no campo monetário e fiscal. A partir de uma contextualização histórica, de uma discussão da bibliografia e de uma análise de documentos e dados oficiais, o artigo avalia a política econômica adotada nos Estados Unidos durante a primeira administração de Barack Obama (2009-2012), sob uma abordagem histórico-econômica.

**Palavras-chave:** Economia dos Estados Unidos; política econômica; política fiscal e monetária; facilitação quantitativa; história econômica dos Estados Unidos.

**Abstract:** The United States economy went through a major economic and financial crisis that started in 2008, the so-called subprime crisis. The start of this crisis coincided with the inauguration of Democrat Barack Obama as president of the republic. His administration then had to deal with the subsequent events brought about by the crisis, particularly through the application of very heterodox economic policies in the monetary and fiscal field. Based on a historical context, a discussion of the bibliography and an analysis of official documents and data, the article assesses the economic policy adopted in the United States during the first administration of Barack Obama (2009-2012), under a historically- economical.

\* Doutor pela Universidade de São Paulo. Professor do Bacharelado em Ciências Econômicas da Universidade Federal do ABC (UFABC) desde 2012. Membro do Programa de Pós-Graduação Interdisciplinar em Ciências Humanas e Sociais da UFABC. Pesquisador na área de história econômica, teoria econômica e desenvolvimento econômico. E-mail: [vitor.schincariol@ufabc.edu.br](mailto:vitor.schincariol@ufabc.edu.br)

**Keywords:** Economy of the United States; economic policies; fiscal and monetary policies; quantitative easing; Economic History of the United States.

## 1. Introdução

Este texto busca resumir e discutir a política econômica da primeira administração de Barack Obama nos Estados Unidos (2009-2012) e avaliá-la em termos histórico-econômicos, ampliando uma análise preliminar já realizada pelo autor (ver Schincariol 2016). O interesse deste trabalho de história econômica do tempo atual é que este busca compilar, em língua portuguesa, as principais medidas tomadas pelo primeiro governo Obama, bem como obter uma visão estilizada e empírica da economia como um todo no período, sob a perspectiva da história econômica, dando subsídios para uma discussão sobre as raízes da crise de 2008 e o papel das políticas de governo norte-americano durante ela.

O trabalho está dividido da seguinte forma: além desta introdução, o texto busca narrar as principais medidas fiscais adotadas pelo governo; em seguida, o texto analisa, fazendo também recurso à literatura disponível, as medidas de política monetária no mesmo período, destacando-se as transformações na carteira de ativos da Reserva Federal, e interpretando o aumento da base monetária da economia; segue-se uma análise do comportamento dos investimentos setoriais e do perfil distributivo ao longo do período 2009-2012, com uma estimativa das taxas de retorno setoriais e inferências a partir disto. A conclusão faz considerações sobre o desempenho da economia e as políticas do governo à luz de nossas premissas teóricas, junto de críticas à abordagem neoclássica de interpretação econômica. Finaliza-se com “Fontes e Bibliografia”.

## 2. Políticas do governo Obama

A teoria econômica abriga opiniões divergentes quanto ao comportamento da economia e do papel dos mecanismos de administração macroeconômica. Quanto à crise de 1929 nos Estados Unidos, por exemplo, houve um intenso debate sobre suas raízes e as políticas adequadas para seu gerenciamento (ver por exemplo os clássicos de Friedman 1963; Keynes, 1936; Minsky 2008 [1986] e o debate de Bernanke 2000). Estaria o crescimento assegurado “naturalmente” pelas forças de mercado? Qual deveria ser o papel do governo durante uma crise tão profunda? O problema foi recolocado uma vez mais nos Estados Unidos pela crise de 2008, que fortaleceu novamente o debate entre os diversos campos teóricos (cujas visões

contemporâneas podem ser vistas por exemplo em Harvey 2010 e Duménil e Lévy 2014, sob a teoria marxista; Greenspan 2014, Sargent 2010 para visões liberais; e Farhi 2014 para uma visão keynesiana).

A crise de 2008 levou a um aumento da taxa de desemprego, forte contração do crédito no sistema interbancário, e perdas trilionárias em valores de títulos e ações. O FMI estimou 11 trilhões de perdas para as famílias só em 2008, 8,5 trilhões em ativos financeiros e o restante em ativos hipotecários (*IMF Survey Magazine*, “Households hit hard by wealth losses, 24 de Junho de 2009). Ocasinou uma grande pressão baixista sobre o comércio internacional, e uma crise de liquidez internacional, especialmente na Europa, dada uma insuficiência dos patrimônios de referência norte-americanos com os quais vinculavam as receitas de bancos no exterior. O grau de incerteza se elevou globalmente, afetando economias menores. Foi uma crise no sentido lato, e sua história e gerenciamento merecem avaliação. Neste texto, busca-se avaliar o segundo, especialmente a política fiscal e monetária.

É difícil resumir com exatidão os vários estágios da crise (uma tentativa está em Duménil e Lévy 2014). Ela se iniciou num setor imobiliário alavancado e altamente exposto, cujo crédito de risco era constantemente ignorado devido ao crescimento do processo de securitização - venda do crédito do emissor a terceiros -, em geral assegurados. As agências semi-oficiais Fannie Mae, Freddie Mac e Ginni Mae praticavam tais modalidades de crédito, rendendo altos retornos a acionistas. A insolvência dos “subprime”, alinhada com a interrupção do crescimento dos preços das residências, contaminou o sistema de créditos cruzados. Afetando depois a demanda agregada e o valor das ações, conduziu a uma queda absoluta do consumo, até 2009, e da atividade imobiliária. Deram-se várias liquidações ou fusões de grandes bancos.

A baixa ou inexistente regulação de muitas instituições de crédito potencializou os riscos inerentes às inúmeras práticas financeiras inovadoras cada vez mais utilizadas para inflar valores dos ativos totais e potencializar a alavancagem. Deu-se um desvio crescente entre altas remunerações e valor de mercado com relação ao valor real dos ativos. Securitização, derivativos, *commercial papers*, cruzamentos internos de avais, multiplicação de colaterais, contabilidade criativa: todas estas modalidades escondiam proporções crescentes de passivos. Seguiu-se um contágio de todo o sistema financeiro e depois da demanda, em seus vários níveis. Como a economia vinha crescentemente dependendo do componente residencial para seu crescimento, a diminuição dos empréstimos e de novas construções representou por si mesma um elemento potencialmente desacumulativo. Em termos de variação do produto doméstico, a crise foi mais intensa que as crises de 1974, 1979-1981 e 1991, com a variação do produto nacional bruto somando

-3.1% nos anos de 2008 e 2009, e o desemprego atingindo 10% da força de trabalho (ERP 2014, Tabela B-I, p.366).

Seguiu-se como resposta um conjunto de medidas abrangentes e pouco ortodoxas para os padrões da teoria econômica convencional. Cronologicamente, a crise, já sentida em fins de 2007, foi uma herança do então governo de George W. Bush à administração de Barack Obama, iniciada em 2009. Em 2008, o PNB variara 0.4%, com os dois quadrimestres finais do ano com resultados negativos de 2.7% e 5.4% (*Economic Report of the President [ERP] 2014*).<sup>1</sup> Depois de certa recalcitrância, ainda na administração Bush (outubro de 2008) o Congresso aprovou, sob aumento das demissões e falências, o programa chamado *Troubled Asset Relief Program (TARP)*, orçado em aproximadamente 700 bilhões de dólares. Estes recursos foram usados para adquirir participação do Tesouro em diversos fundos de bancos e empresas privados bem como semi-privados (*Sponsored Government Enterprises*, ou SGE). A diminuição do ritmo de crescimento atingiu setores produtores; neste contexto o governo Bush cria em 2008 o *Auto Industry Financing Program*, que destinou recursos a compras de ações de empresas do setor automotivo com resultados operacionais ruins. O Tesouro então adquiriu participação acionária nas companhias Chrysler e General Motors, com totais de 12,5 bilhões e 39 bilhões, respectivamente. Paralelamente, Ben Bernanke, presidente do Fed desde 2006, anunciou que a Reserva Federal iniciaria a compra de títulos lastreados em hipotecas (*mortgage-backed securities*, ou MBS) de agências privadas e semi-oficiais, estendendo-a posteriormente a títulos do Tesouro. Definiu-se eufemisticamente o conjunto de operações como “facilitação quantitativa”. Esta prática seria estendida ao longo da administração Obama. Neste contexto de reação atribulada à crise, o Partido Republicano não conseguiria reeleger seu candidato à presidência, John McCain.

O presidente Obama fora eleito com um discurso moderadamente crítico, apoiando causas progressistas. No entanto, o secretário do Tesouro escolhido foi Timothy Geithner, ex-sub secretário de Lawrence Summers, que servira no governo Clinton com a mesma função e trabalhara para o fim do que restara do *Glass Stegall Act*. Geithner atuara no Tesouro, no FMI e no Fed, no qual se envolveu com o “resgate” do banco de investimento Bear Stearns, depois vendido ao JPMorgan Chase. Seu nome agradava a Wall Street. O novo governo aprofundou as respostas à crise de maneira mais articulada, mas sob influência dos grandes bancos. Os tipos de ações tomadas a partir daí pelo Fed e Tesouro refletiram a alta influência que as finanças detinham sobre as decisões de políticas, consistindo primeiramente em volumosos recursos a assegurar a

<sup>1</sup> Para uma relação das fontes utilizadas, ver seção “Fontes e Bibliografia”.

viabilidade de grandes bancos e instituições hipotecárias de crédito, tentando viabilizar ao menos parte dos balanços contábeis fragilizados pelas manipulações financeiras arriscadas vinculadas ao setor. Numa segunda linha de frente, as políticas do governo consistiram também em estímulos tributários e fiscais a pequenos e médios negócios, e a famílias trabalhadoras em dificuldades. O conjunto das políticas do governo para o enfrentamento da crise seriam definidas pela administração Obama como ‘an unprecedented policy response’ -isto é, um grupo de respostas de políticas à crise nunca antes vistas (ERP 2010, p.46).<sup>2</sup>

O ano de 2009 reuniu a maioria das ações do governo e a maior discrepância entre arrecadação e gastos totais. Sob a queda dos índices acionários – o índice composto do *New York Stock Exchange* caiu de 9.648 em 2007 a 8.306 em 2008 e a 6.091 em 2009 (2002 = 5.000) – o Congresso aprovou e o presidente Obama assinou um novo pacote de aproximadamente 787 bilhões em estímulos fiscais a serem usados ao longo dos dez anos subsequentes, o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA). Dois terços destes recursos envolviam gastos adicionais, e um terço envolvia cortes de tributos sobre a folha salarial e tributos pagos por pequenas e médias empresas, bem como cortes no imposto de renda de 98% das pessoas físicas.

Na esteira do ARRA, o *Consumer and Business Lending Initiative*, orçado em 95 bilhões, visou manter o fluxo de crédito ao setor imobiliário e pequenos negócios, bem como financiar mensalidades universitárias e consumo de bens duráveis, através de uma linha adicional de gastos de quase um trilhão ao longo dos anos subsequentes. Na sequência, o governo estendeu o tempo de pagamento de seguro-desemprego e congelou o imposto de renda para os 0.1 e 1% mais ricos em aproximadamente 29%, diminuindo-o para as “classes médias”. O *Worker, home ownership and business assistance Act* criou novos cortes de tributos a empresas e famílias e permitiu novamente mais semanas adicionais (vinte) ao programa oficial de seguro-desemprego. O *Making Home Affordable Program* envolveu novas compras de papéis das *government sponsored enterprises* (GSE) para manter pagamentos de hipotecas e reduzir taxas de juros de hipotecas, e foi orçado em 50 bilhões. O quadro abaixo resume outros programas e seus custos levados à frente pelo governo.

<sup>2</sup> No primeiro *Economic Report of the President* relativo à administração Obama (ERP 2010, p.46), pôde-se ler: ‘Given the magnitude of the shocks that hit the economy in the fall of 2008 and the winter of 2009, the downturn could have turned into a second Great Depression. that it has not is a tribute to the aggressive and effective policy response. this response involved the Federal Reserve and other financial regulators, the Administration, and Congress. the policy tools were similarly multifaceted, including monetary policy, financial market interventions, fiscal policy, and policies targeted specifically at housing’.

## Quadro I. Estados Unidos. Outros programas emergenciais de estabilização econômica.

2009-2010.

Capital Purchase Program	218 bilhões
Public-Private Investment Program	75 bilhões
Systemically Significant Failing Institutions Program	70 bilhões
Consumer and Business Lending Initiative	95 bilhões
Home Affordable Modification Program	50 bilhões
Target Investment Program	40 bilhões
Automotive Industry Financing Program and Auto Supplier Support Program	35.4 bilhões
Asset Guarantee Program	12.5 bilhões

Fonte: Department of Treasury 2010, p. 01.

A política monetária durante a primeira administração Obama também seria ativa, continuando-se a conferir ao Fed o papel “facilitador” que vinha realizando desde fins de 2007. O *Federal Open Market Committee* (FOMC) rebaixou a taxa de juros dos títulos do Fed, a quase zero em termos nominais. Além de as operações de mercado aberto intensificarem-se, os créditos via “janela de desconto” (empréstimos de curto prazo do Fed) foram estendidos e a autoridade monetária iniciou compras periódicas de obrigações das GSE *Fannie Mae*, *Freedie Mac*, *Ginnie Mae* e *Federal Home Loan Banks*. Tais agências semi-oficiais, extrovertidas em suas posições em aberto, receberam assim compras bilionárias de *mortgage-backed securities*. O quadro abaixo resume as principais políticas do Fed a partir de 2008. A carteira de ativos da Reserva Federal sofreria intensa modificação ao longo dos anos subsequentes, como resposta à aplicação das novas ferramentas monetárias, como se vê na próxima seção.

Com exceção do segundo quadrimestre de 2008 (0.6% de variação), acumulavam-se até o terceiro quadrimestre de 2009 seis quadrimestres de variação negativa do PNB desde o início de 2008. No terceiro quadrimestre de 2009, o produto deixou de variar negativamente, obtendo-se 1.6%. Mesmo assim, em 2009, o PNB do país acumulou variação negativa aproximada de 2.8%.

Em 2010, o Congresso aprovou uma nova legislação de regulação dos mercados financeiros, a chamada *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, ou lei Dodd-Frank. O corpo da lei é muito extenso e seus objetivos são amplos, envolvendo, dentre outros: promover estabilidade financeira protegendo consumidores de abusos financeiros; eliminar resgates de instituições financeiras com recursos dos contribuintes e buscar impedir o crescimento de instituições grandes e complexas; extinguir brechas que permitam práticas abusivas com

derivativos no “mercado de balcão”; proibição de empréstimos de emergência do Fed etc.. A lei buscava aperfeiçoar as deterioradas metodologias de contabilidade financeira praticadas pelos grupos privados, bem como aumentar a transparência das complexas transações financeiras existentes (para sumário da lei, ver Comitê do Senado dos Estados Unidos sobre Setor Bancário (s.d.)). (Para uma opinião sobre a Lei Dodd-Frank e outras propostas do governo Obama, ver Farhi 2010.)

A Reserva Federal anunciou em novembro a continuidade de seu programa “acomodatício”, com 600 bilhões em compras de títulos do Tesouro e títulos garantidos por hipotecas até 2011. Ainda em 2010, o *Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act* deu novos aumentos ao período de cobertura do seguro-desemprego e novos cortes em tributos sobre folha de salários. No campo das políticas públicas, o presidente conseguiu aprovar no Congresso, em Março, o *Patient Protection and Affordable Care Act*, que previa a universalização da cobertura (privada) do seguro-saúde aos aproximadamente 40 milhões de cidadãos não-cobertos.

Em 2010, o PNB do país obteve aproximados 2.5% de variação com relação ao ano anterior.

Ao longo de 2011, o governo continuou a implementar os programas anteriormente aprovados pelo Congresso. Concederam-se ainda mais dias para o seguro-desemprego, cortaram-se mais tributos sobre a folha de pagamentos. O alto déficit tornou necessário aumentar o teto para o endividamento federal (*debt ceiling*), o que exigia aprovação do Congresso. A ala Republicana dificultou o mecanismo até seu limite para desgastar o Presidente, flertando com um virtual *default*. O aumento para o teto da dívida foi afinal aprovado em 31 de julho, dois dias antes de a capacidade de financiamento do Tesouro esgotar-se, segundo a legislação vigente. O quadro abaixo resume as modalidades de “facilitação” da Reserva Federal a partir de 2007.

**Quadro 2. Estados Unidos. Iniciativas da Reserva Federal durante a crise financeira. 2008 em diante.**

Mudanças na “janela de desconto” ( <i>discount window</i> )	Diminuição na taxa primária de crédito para redução de <i>spreads</i>
Term Auction Facility (TAF)	Exigindo garantias ( <i>collateral</i> ) ordinárias, fornece crédito a prazo a instituições consideradas solventes
Linhas de <i>swap</i> com Bancos Centrais	Empréstimos ao Banco Central Europeu e Banco Nacional Suíço, estendidos depois a outros
Primary Dealer Credit Facility	Banco da Reserva Federal de Nova York abre linhas de “facilitação” ( <i>facility</i> ) para <i>primary dealers</i>



	[negociantes de títulos públicos em mercados secundários] nos mercados de securitização
Term Securities Lending Facility (TSLF)	Empréstimos a prazo de Títulos do Tesouro a <i>primary dealers</i> ; garantias exigidas podem ser outros títulos do Tesouro, <i>federal agency residential mortgage backed security</i> ou MBS emitidos privadamente com grau AAA
Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)	Empréstimos sob a taxa básica de juros ( <i>primary credit rate</i> ) para instituições depositárias para financiar suas compras de papéis comerciais com boa qualificação garantidos por outros ativos
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	Prevê crédito ( <i>special purpose vehicle</i> , SPV) a emissores de papéis comerciais de curto prazo
Term Asset-Backed Securities Loan Facility	Empréstimos a instituições detentoras de ABS com nota AAA cujas garantias são empréstimos de consumidores e pequenos negócios
Compra direta de ativos	Compras diretas no mercado secundário de obrigações de curto prazo de agências semi-oficiais
Apoio a instituições em dificuldade	Emissão de crédito a prazo para fusões “a fim de evitar uma crise financeira muito maior”

Fonte: Fed 2009, p.51 e subsequentes.

Paralelamente, a Reserva Federal completara em Junho 600 bilhões apenas em compras de papéis do Tesouro desde 2008, monetizando parte da dívida pública. O PNB em 2011 variou apenas 1.8% com relação ao ano anterior. Entre 2009 e 2010, o investimento fixo tinha somado 37% de variação negativa; em 2011 a recuperação relativa do investimento tinha sido da ordem de apenas 4% (ERP 2014, p.366), havendo assim um cenário de fraca recuperação, intensificada pelo déficit comercial de aproximados 568 bilhões. Na indústria manufatureira, no fim do ano de 2010, a capacidade ociosa do setor produtivo que logrou sobreviver chegava a 27%, e a 29% particularmente para bens duráveis (ERP 2011, p.253). Havia aproximadamente treze milhões de desempregados neste momento, e o déficit fiscal no fim de 2011 chegava a 3% do produto segundo os dados oficiais (ERP 2014).

Apesar das posições aparentemente mais democráticas no campo doméstico, no plano externo a administração Obama não se diferenciou significativamente da posição do governo anterior, gozando ainda da “plena liberdade para escolherem seus inimigos externos ‘maus’.” (Offe 2006, p. 148). Aproveitando-se da instabilidade política interna criada durante a chamada



“Primavera Árabe” no Oriente Médio, os Estados Unidos e a OTAN (Organização do Tratado do Atlântico Norte) intervieram direta e indiretamente na área. Estimularam as forças rebeldes em governos não-alinhados, como na Síria e Líbia, e buscaram conter a crise de seus governos aliados, como no Egito. Financiaram indiscriminadamente rebeldes ou o poder estabelecido, quando conveniente. Neste íterim se deu a invasão da Líbia e a deposição do governo de Gadaffi, anunciada inclusive durante visita do presidente Obama ao Brasil. Gadaffi, morto em conjunto pelas tropas rebeldes e efetivos da OTAN, não foi julgado em qualquer corte, tal como Saddam Hussein e depois Osama Bin Laden. As omissões em sustentar os governos de Manuel Zelaya em Honduras (2009) ou de Fernando Lugo no Paraguai (2012) são outros exemplo da postura externa do primeiro governo Obama, que ironicamente ganharia o Prêmio Nobel da Paz em 2009 (para uma narrativa bem documentada destes eventos, ver Moniz Bandeira 2016).

O barril de petróleo saltou de 78 a 101 dólares até o fim de 2011. O tsunami no Japão contribuiu similarmente para desestabilizar o cenário externo, enfraquecendo a demanda asiática. Apesar de várias vezes anunciada, a retirada total das tropas dos Estados Unidos do Afeganistão e do Iraque não seria feita, dado o conjunto de interesses geopolíticos estadunidenses na região, particularmente num contexto em que o poderio chinês e russo afirmavam-se em escala global.

Em 2012, a zona do Euro mostrava os impactos da crise global, com crise das dívidas soberanas na Grécia e Espanha e fraco crescimento. O Fed anunciou a continuidade de suas compras, com 40 bilhões mensais em *mortgage backed securities* das GSE e 45 bilhões em títulos do Tesouro de longo prazo. Os Estados Unidos impunham sanções ao Irã, devido a seu programa nuclear, e o furacão Sandy deixava custos de aproximadamente 35 bilhões à Costa Leste, prejudicando particularmente colheitas. A Reserva Federal aplicava novas formas de seu programa “acomodatício”, anunciando neste ano a compra de 400 bilhões de títulos do próprio Fed no mercado, com maturação de 6 a 30 anos, em troca da venda de títulos com maturação menor, aumentando os prazos de vencimento da carteira existente e diminuindo a monetização da dívida (ERP 2013, p.47). Esta *repurchase agreement* (REPO, ou “acordo de recompra”) foi jocosamente definida como “Operação Twist” e acompanhado por uma série de outras modalidades de ação (Fed 2014a).

Conviveu-se neste ano com grande incerteza relacionada aos impactos que ocasionaria o fim programado dos vários estímulos fiscais anteriores, dados tanto pelos governos de Bush como do próprio Obama. A opinião dos conselheiros econômicos do presidente, Alan Krueger, Katharine Abraham e James Stock, era que a volta dos tributos seria recessiva (ERP 2013, p.51). O

presidente então conseguiu aprovar no primeiro dia de janeiro de 2013, nos últimos dias de seu primeiro mandato, o *American Taxpayer Relief Act*. Este estendia os cortes de impostos de renda a aproximadamente 98% da população como um todo, elevando-a para rendas acima de 250 mil dólares anuais; previram-se 737 bilhões de dólares adicionais arrecadados devido a este aumento. A medida também indexava o *Alternative Minimum Tax* à inflação – alternativa de taxa fixa ao imposto de renda tradicional. A variação do PNB foi de 2.8% em 2012.

Além de posturas belicosas em áreas ricas em petróleo, o governo Obama buscou novas rodadas de abertura comercial. Tal como afirmara o próprio presidente, “My Administration has worked to knock down barriers our exporters face and advocated for U.S. exporters abroad - resulting in signing important deals to sell more American goods and services” (ERP, 2011, p.6).<sup>3</sup> À luz da lentidão das negociações da Organização Mundial do Comércio, tais políticas envolviam cada vez mais acordos bi-laterais (Chile, Colômbia) e acordos por áreas geográficas, como o “Grande Mercado Transatlântico” (com Europa) e a chamada “Parceria Transpácífica” (com países banhados pelo Oceano Pacífico, asiáticos e latino-americanos). Estes acordos eram importantes porque apesar de o déficit comercial do país haver caído em 2009 (somando 388 bilhões), desde 2010 voltara a crescer, atingindo 511 bilhões neste ano, e 568 bilhões em 2011 (ERP 2014, p.323).

### 3. Análise de dados

Nesta seção, faz-se uma análise empírica do desempenho da administração fiscal e monetária do primeiro governo Obama, bem como do comportamento agregado da economia em termos alocativos e distributivos, utilizando-se séries históricas oficiais fornecidas pela Reserva Federal, pelo apêndice estatístico das várias edições do *Economic Report of the President* (ERP) e pelas tabelas NIPA (*National Product and Income Accounts*) do *Bureau of Economic Analysis* (BEA) do Departamento de Comércio. Salvo menção em contrário, os dados são utilizados em dólares correntes.

#### 3.1. Política fiscal

<sup>3</sup> ‘Minha administração tem trabalhado para derrubar barreiras enfrentadas por nossos exportadores e [assim como tem os] defendido no exterior -resultando tal na assinatura de importantes acordos para vender mais bens e serviços [norte-]americanos’.

Apesar de modesta recuperação cíclica da economia depois de 2010, o déficit fiscal federal no fim do primeiro governo Obama ainda era bastante alto, encontrando-se em aproximadamente um trilhão e 185 bilhões de dólares (8% do PNB). O cenário na posse era de recessão e de um já alto déficit federal aguçado pelos cortes tributários do governo anterior. Os governos estaduais e locais também estavam em déficit desde 2001, que se intensificaram depois de 2007. Só no fim do primeiro mandato o governo Obama conseguiu alterar em parte as regras de tributação favorável às camadas mais ricas dadas por Bush, mas não de forma significativa, continuando-se a haver uma debilidade de arrecadação estrutural nas rendas dos setores mais ricos. Isto é tanto mais importante pelo fato de que o imposto de renda aos indivíduos e empresas soma 50% dos impostos totais do governo federal. (Em 2013, já na segunda administração Obama, mesmo depois de muitas críticas formais à concentração de renda e patrimônio pelos próprios *policy makers*, o máximo imposto de renda para uma pessoa física casada com renda acima de 450 mil dólares anuais estava estacionado em 39% da renda total, mais 125.000 dólares, seja qual fosse o valor da renda anual acima disto; ver Department of Treasury, 2013, p.263.)

A tabela abaixo expressa os resultados orçamentários do governo no período. Em termos históricos, o alcance dos déficits federais foi muito significativo desde 2009, sendo o maior depois de 1945, em termos relativos e absolutos. Ao passo que a arrecadação estacionou, os gastos estiveram sempre acima de um trilhão e duzentos bilhões anuais ao longo dos quatro anos da administração Obama, elevando-se em todas as destinações orçamentárias, principalmente seguridade social. O custo aproximado dos programas de remediação da crise do governo Obama é dado pelo valor da dívida bruta do governo federal ocorrido entre 2009 e 2012. A dívida total partiu de 11 trilhões e 800 bilhões em 2009 para 16 trilhões e 207 bilhões de dólares em 2012, ou aproximados 4 trilhões e 300 bilhões (ERP 2013).

**Tabela 1. Estados Unidos. Gastos aproximados do governo federal discriminados. Orçamentários e extra-orçamentários (*on/off budget*). 2009-2012. Em bilhões de dólares.**

Categorias	2009	2010	2011	2012	Varição 2012-2009
Defesa nacional	661	693	705	680	1.02
Saúde	334	369	372	346	1.03
Medicare	430	451	485	471	1.09
Seguridade social	682	706	730	773	1.13

Ciência, espaço e tecnologia	28	30	29	29	1.03
Recursos naturais e meio-ambiente	35	43	45	41	1.17
Energia	4	11	12	14	3.50
Educação, emprego, e serviços sociais	79	128	101	89	1.12
<i>Déficit consolidado governo federal</i>	<i>1.549</i>	<i>1.371</i>	<i>1.366</i>	<i>1.277</i>	-
Arrecadação federal	2.104	2.162	2.303	2.449	-
Gastos totais federais	3.517	3.457	3.603	3.538	-
<i>Déficits estaduais e municipais</i>	<i>271</i>	<i>237</i>	<i>213</i>	<i>252</i>	-
Produto Nacional Bruto (PNB)	14.417	14.779	15.052	15.470	-

Fonte: ERP 2013, Tabela B.81, p. 420; para PNB, ERP 2014, Tabela B-1, p. 366; para déficits estaduais e locais, ERP 2014, Tabela B-23, p. 393.

A soma dos déficits fiscais federais no mesmo período chegou a 5,2 trilhões de dólares, sendo a diferença entre os déficits e a dívida bruta dada pela variação positiva dos ativos oficiais e pela quitação das dívidas prévias. O déficit fiscal do setor público como um todo foi maior, dado que os governos locais e estaduais acumularam déficits sucessivos também, no total conjunto de 230 bilhões anuais entre 2009 e 2012 (Fed 2014a, p.36). Para efeitos de comparação com o aumento mencionado da dívida e dos déficits, o PNB somou variação total de 1,7 trilhões de dólares) entre 2009 e 2012. A relação dívida federal bruta total/PNB em 2012 chegou a 103%. No que se refere à aquisição de novos ativos financeiros, que diminuíram o valor líquido da dívida total, o governo federal adquiriu por exemplo 84 bilhões em instrumentos de créditos em 2010, concedendo no mesmo ano 133 bilhões em subsídios resgatáveis e comprando 24 bilhões em títulos privados

diversos, como na indústria automobilística. Estes números cresceram ao longo dos anos subsequentes (Fed 2014b, p.23).

Em termos da orientação da destinação dos recursos, a administração Obama optou – ou foi forçada a tal – a diminuir o aumento dos recursos destinados aos setores de “defesa” nacional, ciência, espaço e tecnologia, ainda que estes tivessem mantido seu privilégio em volume. Os gastos com defesa chegavam a 31% das despesas do governo federal em 2009 e 32% em 2010, mas caíram a 30% e 27% nos dois anos subsequentes.<sup>4</sup> Os programas anti-crise foram destinados, em sua maioria, a sustentar os balanços de instituições vinculadas à crise hipotecária, e numa segunda linha de atuação, à saúde, seguro-desemprego, seguridade e serviços sociais. Houve um aumento relativo significativos nos recursos destinados à pasta de recursos naturais e meio ambiente e energia – detendo estes setores, todavia, uma parcela muito reduzida do orçamento do governo.

A importância do déficit fiscal para a economia pode ser analisada à luz do estado da demanda agregada, quando Obama assumiu a presidência. O gráfico abaixo expressa os principais componentes da demanda entre 2009 e 2012.

O consumo privado perfazia a maioria dos gastos finais da economia, seguidos dos gastos do governo federal, aproximadamente um terço deles. O consumo agregado foi pouco elástico à crise, oscilando ligeiramente, mas caía absolutamente até o início de 2009. A construção de residências caía desde 2008, bem como os gastos em infraestrutura. As compras em equipamentos continuaram estancadas durante todo o ano de 2009. Igualmente, as exportações caíram 9% em 2009 em relação ao ano anterior, e as “exportações líquidas” (exportações – importações) caíam (aumento do déficit comercial). A produção industrial era 15% menor em 2009 que em 2007 e a utilização da capacidade instalada na indústria como um todo era de apenas 68% em 2009 (ERP 2014, p.384 e p.387). De forma geral, com exceção dos gastos “quase autônomos” de consumo (no curto prazo), os investimentos totais em residências e infraestrutura diminuía ou não cresciam. Isto é significativo porque estes tinham constituído o principal vetor de crescimento da economia ao longo dos anos 2000.

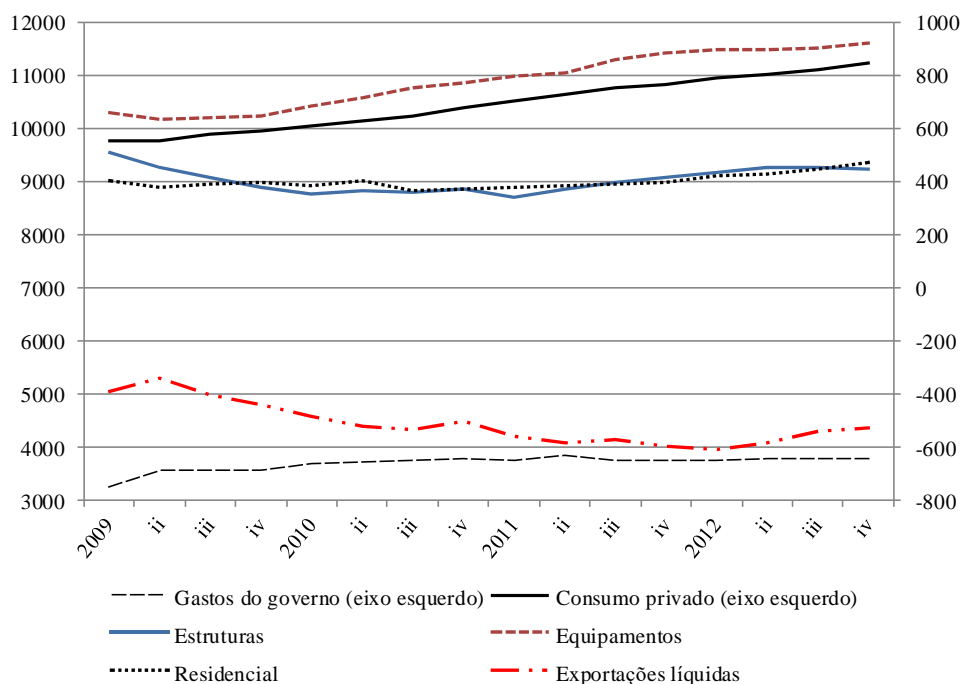
É neste ambiente desacumulativo e sob a sombra de um colapso do sistema interbancário que a administração Obama assumiu no início de 2009. Para Obama, havia razões para os gastos “discricionariamente” expansivos do governo. A hipótese “novo clássica” de uma substituição

<sup>4</sup> Tal queda continuaria ao longo da segunda administração de Obama, atingindo as despesas em defesa do governo federal apenas 18% dos gastos totais federais em 2016 (ver ERP 2017, p. 356).

(*crowd out*) dos gastos privados pelos públicos <sup>5</sup> não tinha sentido se vista na temporalidade concreta dos eventos que deveria administrar: eram o investimento e crédito privados que caíam quando assumiu o governo, antes de elevarem-se ainda mais o orçamento deficitário. Os gastos oficiais não poderiam “deslocar” o investimento que estava deixando de ocorrer, a não ser pela hipótese, pouco crível para as autoridades recém-empossadas, de que o aumento dos déficits tornaria o ambiente econômico ainda pior, “roubando a poupança” ainda mais dos investimentos privados. Esta hipótese pré-keynesiana não foi compartilhada pela administração Obama, que prontamente procedeu com uma sustentada rodada de endividamento e gastos adicionais pelos quatro anos do primeiro mandato. (É um assunto totalmente diferente afirmar que havia “racionalidade” na aplicação dos déficits em boa parte nos canais não produtivos do setor de defesa, compondo aproximadamente um terço do total). Um resultado adicional do aumento do déficit fiscal e da emissão monetária pelo Federal Reserve foi uma progressiva desvalorização do dólar frente a moedas periféricas, tais como o real brasileiro, o que contribuiu para exportar parte da crise doméstica nos Estados Unidos (para uma discussão do caso brasileiro, ver Schincariol 2019).

<sup>5</sup> A abordagem ‘novo-clássica’ busca criticar a perspectiva keynesiana e pós-keynesiana da necessidade do estado como um agente anti-cíclico diante das flutuações do PIB. A hipótese ‘novo-clássica’, que essencialmente continua a ser uma hipótese liberal, é a de que o déficit fiscal do governo ‘desloca’ ou cancela investimentos que o setor privado da economia ‘naturalmente’ traria, levando a um suposto resultado de soma zero; isto é, segundo esta perspectiva, o governo gasta mas ao mesmo tempo o setor privado corta despesas, chegando-se ao corolário de que seria melhor ao governo nada fazer diante da crise, mas sim aguardar pelo ‘natural’ restabelecimento das condições macroeconômicas estáveis. Essa perspectiva não tem sido respaldada pelos fatos, à luz da enorme intervenção econômica não só do governo dos Estados Unidos, mas em todo o mundo industrializado, para conter os efeitos da crise de 2008-2009.

**Gráfico I. Estados Unidos. Componentes selecionados da demanda agregada. Em bilhões de dólares correntes. 2009-2012.**



Fonte: NIPA; 2.3-5; 3.1; 4.1; 5.3-5.

### 3.2. Política monetária

Não somente a política fiscal atuou como procedimento de gerenciamento da crise. O papel dos bancos privados reunidos em torno da autoridade conferida à Reserva Federal foi central em diversos aspectos. Primeiramente, como balizador das taxas de juros, que foi rebaixada a níveis mínimos e, em termos reais, tornou-se negativa quando comparada à taxa de inflação anual. Note-se que a taxa de juros paga pelos títulos do Tesouro também foi posta em níveis negativos em termos reais. A Reserva Federal não pôde, porém, trazer indiretamente a valores negativos, quando levada em conta a inflação, a taxa de juros básica cobrada pelas instituições financeiras (*Prime Rate*), bem como a referencial de debêntures privadas (Moody's). Esta operação com os juros tendia a influenciar investimentos e endividamento, mas tenderia, em tese, a diminuir a atratividade dos títulos oficiais do governo – o que acabou não ocorrendo.



**Tabela 2. Estados Unidos Taxas de Juros selecionadas e Índice Geral de Preços ao Consumidor.**

Anos	Taxa de Juros dos papéis do Tesouro (Bills)	Fed Funds Rate	Corporate Bonds (Moody's)	Prime Rate	Índice Geral de preços ao consumidor (todos os itens)
2009	0.16	0.16	5.31	3.25	2.7
2010	0.14	0.18	4.94	3.25	1.5
2011	0.60	0.10	4.64	3.25	3.0
2012	0.90	0.14	3.67	3.25	1.7

Fonte: ERP 2014; para preços, Tabelas B-10; para juros, Tabela B-17.

As autoridades monetárias atuaram diretamente como mecanismo de criação de moeda e crédito na contraposição à interrupção de muitas atividades interbancárias. Quanto ao governo federal, a autoridade monetária atuou principalmente junto às GSE, particularmente com compras de ABS, e ao Tesouro, financiando o déficit com compras de títulos.

A monetização do déficit fiscal do Tesouro pode ser entendida como o montante total do déficit *menos* (i) o financiamento de parte dele junto ao setor privado; (ii) oficial e semi-oficial; (iii) os lucros operacionais do Fed. Tendo-se então a criação de dívida do Tesouro “pura” junto ao Fed como a criação de poder de compra monetário propriamente dita entregue ao Tesouro, que aumenta seu endividamento em contrapartida. Convém então observar inicialmente o próprio comportamento das emissões de Títulos do Tesouro e o papel do Fed quanto a ele, já que a emissão de títulos rege o financiamento do déficit fiscal federal, na existência de despesas maiores que arrecadação.

A Reserva Federal, em conjunto com *holdings* intragovernamentais (especialmente o *Medicare Trust Fund* e *Social Security Trust Fund*), consistiu no agente individual que mais financiou o Tesouro Nacional, com 42% do total dos títulos emitidos em 2009 e 39% em 2012. Por sua vez, os governos locais e estaduais diminuíram as aquisições de papéis do Tesouro. Nota-se que mesmo durante a crise econômica, reforçou-se o papel dos títulos oficiais dos Estados Unidos, com grande procura por eles pelas instituições depositárias e fundos mútuos. Em certa medida indiferentes à queda dos rendimentos em juros dos papéis, os investidores estrangeiros também elevaram aquisições, reforçando igualmente a posição do governo.

As operações das autoridades monetárias ao setor privado foram significativas em conter os efeitos desacumulativos, primeiramente rebaixando exigências de encaixes junto ao Fed, que *caíram* de 839 bilhões em 2008 a 117 bilhões em 2009, chegando a valores negativos em 2010 (-8 bilhões). Em 2011 os encaixes foram a 594 bilhões e novamente negativos em 71 bilhões em 2012 (ver “Reserves at Federal Reserve” em Fed 2012, p.18 e Fedb, p.27). Isto possibilitava tirar proveito de um multiplicador monetário maior e impulsionava também a base monetária. Igualmente, o Fed atuou como fonte primária de crédito de mercado num momento em que o fluxo de criação de dívidas era negativo em boa parte do sistema, elevando seus empréstimos de mercado, chegando eles a 271 bilhões em 2010 e 376 bilhões de dólares em 2011. Só os fundos mútuos mantiveram empréstimos em alta, mas como se viu acima, principalmente ao Tesouro.

**Tabela 3. Estados Unidos. Posse estimada dos títulos do Tesouro. 2009-2012. Em bilhões de dólares.**

Possuidor	2009	2010	2011	2012	Varição 2012-2009
Fed e holdings intragovernamentais	5276	5636	6439	6523	1.23
Instituições de depósito	202	319	279	348	1.72
Companhias de seguro	222	248	260	269	1.21
Fundos mútuos	660	638	827	1035	1.55
Governos locais e estaduais	584	538	485	536	0.97
Investidores estrangeiros	3685	4435	5007	5573	1.58
Outros (GSE, pessoas físicas, empresas privadas, brokers e outros)	915	1249	964	1297	1.41
<i>Dívida total</i>	<i>12311</i>	<i>14025</i>	<i>15222</i>	<i>16432</i>	<i>1.33</i>

Fonte: ERP 2014, Tabela B-26, p. 396.

Os resultados dos empréstimos do conjunto dos bancos e instituições financeiras, incluindo os que compõem Reserva Federal, está expresso na tabela abaixo, na qual se nota uma ampla contração das companhias financeiras, *holdings*, *fundings* e das GSE. Nota-se que esta contração estendeu-se, para alguns setores, até 2012 ou 2013 (GSE, *asset-backed securities*, *holdings*, *fundings*, e mesmo companhias de seguro). Esta contração, para alguns setores, chegou tardiamente quanto ao começo da crise em 2008, mas se nota, como para os fundos de pensão privados e companhias de seguro. Repare-se na importância global que os empréstimos estrangeiros ocupam no mercado de empréstimos dos Estados Unidos; mesmo depois da

diminuição deles em 2011, a participação dos capitais estrangeiros no mercado de empréstimos norte-americano continuou importante. O Fed (autoridade monetária), elevou empréstimos por todo o período, com exclusão do ano de 2012, particularmente em 2013, quando atingiu valores muito altos (1,1 trilhão de dólares). A tabela excluiu *equities* e *bonds* (ações e títulos oficiais)

**Tabela 4. Estados Unidos. Empréstimos de mercado discriminados por fonte. 2010-2013. Em bilhões de dólares.**

Anos	2010	2011	2012	2013
Autoridade monetária	271	376	34	1086
Companhias financeiras	-102	-44	-28	-19
Empresas semi-oficiais (GSE)	-288	-163	-189	59
Emissores de Asset-backed security	-404	-170	-138	-229
Holdings	22	3.1	-50	56
Fundings	39	-65	-49	-7
Fundos mútuos	353	359	642	363
Resto do mundo	619	237	443	551
Agency e MBS "pools"	186	165	132	132
Fundos de pensão privados	120	73	146	49
Companhias de seguro	151	125	74	77

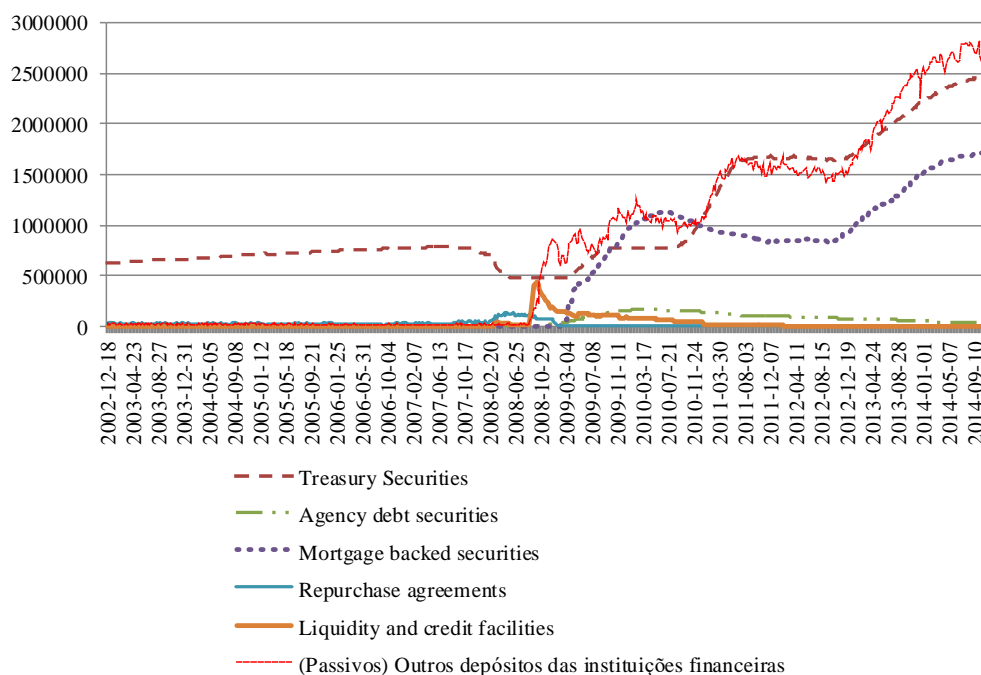
Fonte: Fed 2014b, Tabela F.1, p.6.

O gráfico abaixo resume o perfil histórico dos ativos e passivos mais importantes da Reserva Federal nos anos 2000. Até fins de 2007 os títulos do Tesouro eram o principal ativo, muito superiores em termos de volume. Sua compra caiu em função dos REPO's e outras facilidades em 2008. As compras de MBS dispararam em 2008, antes inexistentes. Após um período da baixa em 2009, o Fed retomou aquisições de papéis do Tesouro (*securities*), primeiramente com os níveis prévios e depois, em 2011, estabelecendo-os num patamar muito superior. A compra de MBS acelerou-se entre 2009 e 2010, caindo ao longo de 2011 e sendo retomada em maiores níveis a partir de então. Em 2010 as compras de papéis do Tesouro estabilizaram-se, elevando-se em 2011. Como deixa ver o gráfico, os REPO's e outras facilidades

específicas foram substituídas pelas compras de MBS e *securities*, muito mais volumosas. Todavia, o rebaixamento da taxa de juros, a compra de títulos e a diminuição dos encaixes pelo Fed, a expandir o multiplicador monetário, foram contrapostos por um aumento dos depósitos das instituições depositárias junto à Reserva Federal, ilustradas como “passivos” no gráfico, quase correspondente às aquisições de *securities* pela Reserva. Tendo-se como resultado um aumento geral do saldo em reservas dos bancos no Fed e uma esterilização de parte da expansão da liquidez real, diminuindo o pretense poder da política monetária. “A elevada preferência pela liquidez dos agentes fez com que a moeda emitida ficasse estacionada nas contas reserva dos bancos junto aos bancos centrais, não irrigando a economia” (Farhi 2014, p.398).

Assim, a “facilitação” acomodou bilhões em passivos a descoberto do setor privado, ajustando agências alavancadas por meio da capitalização oficial, mas parte desta expansão foi anulada pelo fato de que “no contexto da incerteza generalizada, as instituições financeiras preferem manter reservas muito altas no Federal Reserve” (Duménil e Lévy 2014, p.254).

**Gráfico 2. Estados Unidos. Passivos e ativos na carteira da Reserva Federal. Em dólares. 2002-2014.**



Fonte: Federal Reserve. Factors Affecting Reserve Balances (Tabela H.4.1).

Como se vê, na administração primeira de Obama, os ativos da carteira da Reserva Federal cresceram muito desde a administração anterior, como resultado das operações presididas por Bernanke, ele mesmo um estudioso das crises econômicas. Para efeitos de comparação, a tabela abaixo adiciona uma coluna com os valores dos ativos do Fed para 2006, muito reduzidos. Tais ativos adquiridos eram 1.620 bilhões maiores em 2013 que em 2010, este o segundo ano da primeira administração Obama. Os instrumentos de crédito bancário comprados pelo Fed chegaram a 2.670 bilhões em 2012, particularmente *asset-backed securities* das agências hipotecárias com regulação semi-oficial acima citadas. Note-se na tabela 5 abaixo, igualmente, o crescimento relevante das reservas oficiais em dólar pelo Fed, como medida adicional para a manutenção do valor do dólar ao longo da crise. A tabela abaixo também deixa ver a grande acumulação de títulos do Tesouro pela carteira de ativos da Reserva Federal.

Tabela 5. Ativos da Autoridade Monetária (Reserva Federal). 2006 e 2010-2013. Em bilhões de dólares.

Tipo	2006	2010	2011	2012	2013
Instrumentos de crédito bancário	34	2.259	2.635	2.670	3.756
Agências e GSE <i>backed-securities</i>	0.0	1.139	941	1.003	1.547
<i>Treasury Securities</i>	34	1.003	1.645	1.666	2.208
Reservas oficiais em dólar	0.3	37	36	35	34
Base monetária total	812	2.011	2.612	2.672	3.684

Fontes: para o ano de 2006, Fed 2012, tabela F.108, p.17; para subsequentes, Fed 2014b, p.26; para base monetária, ERP 2013, Tabela B-7I, p. 408.

A tabela 6 abaixo ilustra a queda significativa do nível de endividamento total dos agentes não-financeiros depois de 2010. O nível de endividamento foi alto ao longo dos anos 2000, atingindo 7% em 2002 e 9.3% em 2004, e caiu depois da crise. Note-se a queda do valor no mesmo ano em que o governo federal aumentava seu endividamento, expressando-se as muitas zeragens de posição, liquidações e processos falimentares, como se vê na queda das dívidas por hipotecas. A mesma tabela expressa o aumento das reservas totais das instituições depositárias totais em combinação com os empréstimos totais do Fed, que chegaram a 635 bilhões em 2008 e 169 bilhões em 2009. Deve-se notar também o reestabelecimento do crescimento da dívida total do setor não-financeiro em 2011 e 2012, no mesmo momento no qual o endividamento do governo diminuía e a lei Dodd-Frank era aprovada.

Tabela 6. Estados Unidos. Variáveis financeiras selecionadas. Em bilhões de dólares. 2007-2012.

	Dívida total do setor não-financeiro	Crescimento (%)	Dívidas totais de hipotecas	Reservas de totais das instituições depositárias	Empréstimos do Fed
2007	32.549	8.6%	14.566	43	15.430
2008	34.441	8.4%	14.661	820	635.565
2009	35.667	3.1%	14.370	1.138	169.927
2010	37.039	4%	13.712	1.077	45.488
2011	38.421	3.7%	13.383	1.597	9.526
2012	40.286	4.9%	13.119	1.569	795

Dívida setor não-financeiro = governo (três níveis) e setores privados não-financeiros.

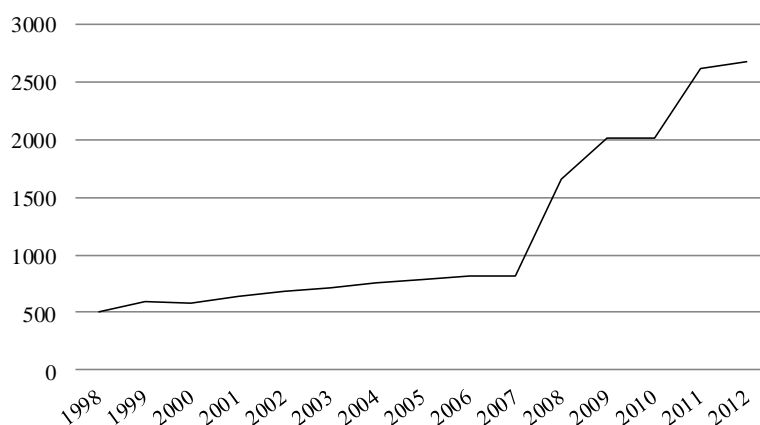
Fonte: ERP 2014. Para hipotecas, 2012 = 3º quadrimestre, Tabela B-75, p.414; para dívida total do setor não-financeiro, Tabela B-70, p.406; para reservas totais e empréstimos, Tabela B-71, p.408.

Devido a este processo agudo de expansão da liquidez real, com enorme criação fictícia de dinheiro, deu-se um grande aumento da base monetária, definida como a quantidade total de moeda em poder do público mais depósitos dos bancos junto ao Banco Central. Enquanto o PIB estadunidense cresceu 1,06 vezes entre 2010 e 2013, a base monetária cresceu 1,79 vezes, como resultado direto das políticas expansionistas e emergenciais do Fed. Este aumento pode ser visto na tabela 6 acima e no gráfico 4 a seguir, que expressa o perfil da base monetária desde 1998. Este aumento da base monetária depois de 2007 é significativo por duas razões. Primeiramente, porque os outros meios de pagamento (M2, M3...) têm historicamente crescido mais do que a moeda em sentido estrito. Em segundo lugar, porque a economia viveu entre 2009 e 2011 um período estagnativo no nível da força de trabalho, em última instância produtora da riqueza física a expressar o aumento do papel-moeda. Ora, a população empregada *estagnou* em 139 milhões de indivíduos entre 2009 e 2011; o índice de valor real do salário por hora no setor privado (*real compensation per hour*, 2005=100) apresentou queda, indo de 103 a 102.8 entre 2009 e 2011 (ERP 2013, p.382); e o índice de produção industrial de 2008 a 2012 esteve abaixo do índice de 2007 (ERP 2013, p.384). O aumento da base monetária expressou assim a criação de moeda adicional para a consecução das políticas perseguidas pelo Fed e pelo governo federal.



De fato, como se nota no gráfico abaixo, a base monetária apresentava, desde a década de 1980, um crescimento mais ou menos constante. Em 2006, chegava a 812 bilhões, e em 2007 a 824 bilhões de dólares, aproximadamente. Em 2008 e 2009, a base monetária iniciou brusca oscilação positiva, como efeito das políticas expansivas acima mencionadas, chegando a 1.654 bilhões em 2008 e em 2009 a 2.019 bilhões. Seu crescimento total entre 2008 e 2012 somou 1.108 bilhões. Portanto, a existência física de papel-moeda elevou-se substancialmente como consequência do: (a) financiamento privado do déficit federal num momento de desinvestimentos, a assegurar parte do fluxo monetário renda; (b) monetização de parte do déficit federal, mediante criação pura de poder de compra monetário, a traduzir-se nos vários tipos de destinação orçamentária do governo, incluindo aumento das subvenções sociais de vários tipos; (c) aumento do *crédito e aquisições* pela Reserva Federal junto ao setor privado. Assim, tanto o Tesouro, com seus dispêndios agora elevados, como o Fed em seu auxílio para manter as margens operacionais interbancárias, contribuíram para gerar um fluxo monetário (expresso finalmente em pagamentos de salários, rendas do capital e auxílios sociais) de forma proporcionalmente maior do que o fluxo físico de riqueza criado.

**Gráfico 3. Estados Unidos. Base monetária. 1998-2012. Em bilhões de dólares.**



Fonte: ERP 2013, Tabela B-71, p. 408.

A esta rápida elevação da base monetária, o nível geral de preços ao consumidor somou 2.7% de variação em 2009, 1.5% em 2010, 3% em 2011 e finalmente 1,7% em 2012, tendo-se então um total de 8.9% de perda de valor da moeda em quatro anos, aparentemente falseando a hipótese monetarista. Porém, deve-se reconhecer que a demanda agregada em queda; o déficit comercial

continuado; a capacidade ociosa no setor industrial; o desemprego e a queda real do poder do salário impediram um aumento maior do nível de preços.

### 3.3. Investimento setorial e perfil distributivo entre 2009 e 2012

Entre 1992 e 1996, onze milhões de crianças nasceram e estavam entrando no mercado de trabalho ao longo do primeiro governo Obama. Observando-se o valor do produto doméstico pela ótica de sua distribuição *per capita*, pode-se afirmar que aparentemente os resultados conjuntos da dinâmica macroeconômica e seu gerenciamento pelas políticas oficiais não foram insatisfatórios. O PNB *per capita* real elevou-se quase dois mil dólares entre 2009 e 2010, e ainda mais que 2.100 dólares entre 2011 e 2012. Como já mencionado, com exceção de 2009, o produto doméstico obteve variações reais positivas, e, não fosse o relativamente alto crescimento demográfico que marca o país, estes resultados teriam sido ainda melhores em termos monetários. Em 2012, a utilização da capacidade instalada total no setor industrial chegava a 78%, dez pontos percentuais acima de 2009.

**Tabela 7. Estados Unidos. PNB nominal e real, variação do PNB, população residente (exclui forças armadas no exterior) e PNB per capita.**

	PNB Nominal	PNB deflacionado pelo índice geral de preços ao consumidor	Variação real do PNB	População	PNB per capita
2009	13.973	13.605	-2.8	306.772	44.348
2010	14.498	14.283	2.5	309.350	46.171
2011	15.075	14.635	1.8	311.592	46.968
2012	15.681	15.418	2.8	313.914	49.115

Fonte: ERP 2014; para PNB nominal e variação, Tabela B-3, p.368; população, ERP 2013, Tabela B-34, p.365.

No entanto, observando-se uma vez mais o comportamento das séries no gráfico 1 na seção 3.1, nota-se que apesar de o comportamento dos investimentos em equipamentos manter-se crescente ao longo dos quatro anos, os investimentos em infraestrutura e residências permaneceram praticamente estagnados em termos do PNB. Somente os gastos do governo e consumo cresceram relativamente. As exportações em queda absoluta. O gasto federal elevou-se constantemente, atingindo aproximadamente um terço do consumo total da economia, mas

residências, estruturas e exportações estagnaram ou caíram em termos do produto. Em 2012, o número de casas vendidas parou de cair, crescendo de 306 mil a 368 mil (ERP 2014, p.375), mas os investimentos em novas residências foram apenas um terço de seu valor pré-crise; por exemplo, um milhão e duzentas e três mil casas foram vendidas em 2005 (ERP 2014, p.375).

Observando-se o quadro abaixo com valores de demanda relativos ao PNB, vê-se que os investimentos em prédios e infraestrutura caíram em termos do PNB entre 2009 e 2011, e voltaram em 2012 ao mesmo patamar relativo de quando Barack Obama assumiu a presidência.

**Tabela 8. Estados Unidos. Componentes de demanda selecionados em % do PNB. 2000-2013.**

Ano	Prédios/ infraestrutura	Equipamento e software	Investimentos residenciais	Consumo de bens duráveis	Consumo não-duráveis	Consumo total (com serviços)	Exportações	Importações
2000	0,03	0,07	0,05	0,11	0,15	0,66	0,11	0,14
2001	0,03	0,07	0,05	0,10	0,15	0,67	0,10	0,13
2002	0,03	0,06	0,05	0,09	0,15	0,67	0,09	0,13
2003	0,02	0,06	0,06	0,09	0,15	0,67	0,09	0,13
2004	0,02	0,06	0,06	0,09	0,15	0,67	0,10	0,15
2005	0,03	0,06	0,07	0,09	0,15	0,67	0,10	0,16
2006	0,03	0,06	0,06	0,09	0,15	0,67	0,11	0,16
2007	0,03	0,06	0,05	0,09	0,15	0,67	0,11	0,16
2008	0,04	0,06	0,04	0,08	0,15	0,68	0,13	0,17
2009	0,03	0,04	0,03	0,07	0,15	0,68	0,11	0,14
2010	0,02	0,05	0,03	0,07	0,15	0,68	0,12	0,16
2011	0,02	0,05	0,02	0,08	0,16	0,69	0,14	0,17
2012	0,03	0,06	0,03	0,08	0,16	0,69	0,14	0,17
2013	0,03	0,06	0,03	0,08	0,16	0,68	0,13	0,17

Fonte: calculado pelo autor a partir do NIPA 1.1.5 e 4.1. Nota: Prédios e infraestrutura = *structures*; equipamento e software = *equipment and software*; residenciais = *residential*.

Nota-se que os investimentos em equipamento e *software* cresceram dois pontos percentuais em termos do PNB durante o governo Obama, mas não voltaram aos valores relativos do início da década. Isto, em conjunção com salários estagnados, contribuiu para elevar os retornos corporativos, por meio do aumento duplo do produto físico por homem empregado e por equipamento utilizado. Tanto as exportações como as importações elevaram suas participações no produto em 3%, resultando-se em uma economia mais aberta, mas com um

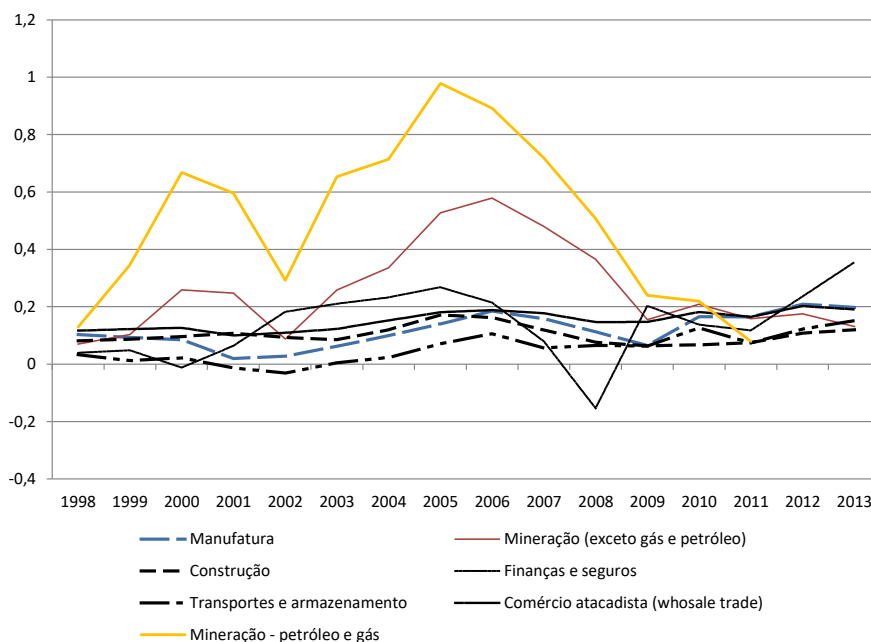
déficit comercial maior em termos de volume. Observando-se os dados para o médio prazo, a tabela 8 acima deixa ver uma estabilização dos investimentos em infraestrutura com relação ao início dos anos 2000. Ao mesmo tempo, o papel do consumo na economia elevou-se quanto ao início da década em termos relativos, traduzindo-se investimentos relativos menores, o que prejudicará a capacidade de crescimento futuro. A fração do consumo total em relação ao PNB, tanto sob a modalidade bens-duráveis como não-duráveis, cresceu no período 2009-2012.

A continuidade das trocas e inovações técnicas conjugada com salários baixos permite entender melhor o perfil dos retornos setoriais no período analisado. A produtividade por trabalhador média na economia se elevou 5% (*output per hour of all persons*), mas a remuneração real do trabalho (*real compensation per hour*) apenas 0.1% (ERP 2014, p.385). Por sua vez, os lucros financeiros e não-financeiros (excluindo Fed) se elevaram ao longo do período.

O gráfico abaixo expressa um cálculo aproximado das taxas de retorno setoriais “ex post” na economia dos Estados Unidos ao longo dos anos 2000. Basicamente, esta *proxy* envolve a divisão dos lucros setoriais pela soma de salários e amortização do capital anuais, também por setor. Um aumento dos salários diminui os lucros setoriais; uma queda das vendas, igualmente; um aumento da durabilidade média do capital, com menores gastos em amortização, diminui os gastos com depreciação, e também contribui para maiores retornos.

Note-se primeiramente que os setores de petróleo e gás, mineração de outros minerais, e finanças, detiveram uma lucratividade muito acima da média ao longo dos anos 2000. Isto se explica pelo preço do petróleo em alta de 2003 a 2008; pela demanda aquecida do mercado imobiliário, a exigir recursos da mineração; e pelo crescimento da intermediação financeira. Em segundo lugar, nota-se que a diminuição dos pedidos de construção de casa e a queda do valor do barril de petróleo em 2009, bem como a crise no sistema financeiro reduzem os lucros destes setores, trazendo-os à média nacional. Em terceiro lugar, as taxas de retorno setoriais recobram crescimento depois de 2009, mesmo com um crescimento menor da economia e com um aumento dos gastos de amortização ao longo do período (NIPA 6.22D).

**Gráfico 4. Estados Unidos. Lucros ÷ pagamentos de salários + amortização do capital por setores. Calculados a partir de bilhões de dólares correntes.**



Fonte: NIPA 6.2D, 6.22D e 6.19D.

Isto sugere: (1) os efeitos do contínuo investimento em máquinas e outros procedimentos produtivos similares, a potencializar o produto por trabalhador; e (2) a importância das perdas salariais, em termos do poder de compra e da discrepância quanto ao crescimento da produtividade, ao longo do primeiro governo Obama, contribuindo para elevar as rendas do capital ainda mais. Tal perfil acumulativo ajuda a explicar o salto nos lucros não-distribuídos totais entre 2009 e 2012, que crescem significativamente com relação aos anos anteriores, saindo de 152 bilhões em 2008 a 728 em 2010 e 750 bilhões em 2011 (ERP 2013, “Undistributed profits”, Tabela B-90, p.429). O aumento da retenção dos lucros é também entendido com resultado da queda do valor das ações no período, o que jogou a relação lucros retidos/ganhos acionários para os patamares mais altos desde 1974. Os lucros por dólar vendido também atingiram os maiores valores da série histórica, com 9.2 centavos em 2011 (ERP 2013, p.433, “Relation of profits after taxes to stockholders equity and to sales”).

Quanto ao desemprego e pobreza, note-se que apesar de diminuir, a taxa total de desemprego continuou relativamente alta, tendo ido de 9.3% a 8.1% ao longo dos quatro anos (ERP 2013, p.367). A taxa de desemprego entre os afroamericanos também caiu, mas chegava a quase o dobro da taxa entre os brancos, sendo 13.8% em 2012. O número de pessoas que se considerava oficialmente abaixo da linha de pobreza aumentou, sendo 78.9 milhões em 2009 e a 80.9 milhões em 2012 (ERP 2014, p.376). Portanto, o aumento nominal do PNB *per capita* acima mencionado na verdade encobriu a continuidade de uma distribuição desigual, entre classes e

etnias. Apesar de algumas políticas discricionárias que ajudaram a diminuir a a concentração de renda (como o *Affordable Care Act*), a administração Obama não conseguiu inverter a tendência histórica de aumento da desigualdade social no país das décadas anteriores, de que trata Piketty e outros. De fato, a relação entre o desemprego de negros e brancos, que havia caído de 2,3 em 1990 para 2,17 em 2000 e 1,83 em 2010, aumentara para 2,01 em 2013 (ver ERP 2014, p.380). A enorme criação fictícia de moeda pelas autoridades monetárias, bem como o enorme aumento da dívida pública e dos déficits fiscais criados no período não eliminaram a pobreza nem o desemprego.

**Tabela 9. Estados Unidos. Desemprego, lucros e salários na renda nacional.**

	Taxa de desemprego: brancos	Taxa de desemprego: afroamericanos	Pessoas abaixo da linha de pobreza total)	Lucros financeiros/PNB (%)	Lucros não-financeiros/PNB (%) *	Salários e remunerações/PNB (%)
2009	8,5	14,8	14,3	2%	5%	43%
2010	8,7	16,0	15,1	2%	6%	42%
2011	7,9	15,8	15,0	1,9%	6%	42%
2012	7,9	13,8	15,0	2,4%	7%	42%

\* Lucros financeiros excluem Fed.

Fonte: Lucros, ERP 2014, Tabela B-6, p.373; desemprego, ERP 2014, Tabela B-12, p.380; salários e remunerações, NIPA 6.3D e 1.1.5.

Em termos mais abrangentes, as condições macroeconômicas do país foram levemente incrementadas, mas continuaram instáveis. Não obstante, a evidência empírica confirma que a confiança externa na moeda e instituições do país continuou. O ritmo do endividamento externo, que atingiu seu pico em 2008, caiu depois da crise. A poupança líquida nacional total em termos do PNB elevou-se em termos relativos, mas continuou negativa de 2009 a 2011. Mesmo assim, o mundo continuou fornecendo empréstimos para financiar parte da poupança líquida negativa, mesmo a baixos juros, com aproximados 24% do investimento doméstico bruto sendo cobertos por recursos externos em 2009, 25% em 2010 e 2011, e 23% em 2012 (ERP 2014, p.363). O país continuou a exportar investimento estrangeiro direto ao exterior num volume maior do que recebia, em média quase dois trilhões a mais por ano (ERP 2014, p.392) mas, como se vê na tabela abaixo, continuou a emitir papéis ao exterior num ritmo maior que o crescimento do produto, e inclusive a receber investimento estrangeiro direto crescente depois de 2009. O dólar valorizou-se em termos do euro entre 2008 e 2012. Os ativos financeiros estrangeiros no país e as compras

de ações caíram durante a crise, mas voltaram a crescer depois de 2010. Metade dos títulos do Tesouro pertenciam a estrangeiros até 2007. As emissões elevaram-se em 2008 e 2009, e este percentual somente caiu devido às compras pela Reserve Federal.

**Tabela 10. Estados Unidos. Posição internacional de investimento em fim de período. Ativos detidos por estrangeiros nos Estados Unidos. Em bilhões de dólares. 2005-2011.**

	Títulos emitidos por bancos	Títulos do Tesouro	% de títulos detidos por estrangeiros	Títulos do governo como todo	do IED	Ativos financeiros totais excluindo derivativos	Ações
2005	270	1340	50%	2313	1905	11.593	1960
2006	296	1558	50%	2832	2154	12.761	2109
2007	297	1736	51%	3411	2345	15.440	2547
2008	406	2400	49%	3943	2397	17.707	2900
2009	256	2879	43%	4402	2398	16.757	1850
2010	187	3364	41%	4912	2597	17.517	2494
2011	178	3653	41%	5250	2908	19.243	2991

Fonte: ERP 2014, Tabela B-107, p.447.

À luz dos dados oficiais, pode-se concluir que a economia continuou a crescer na primeira administração Obama, no contexto da grande intervenção do governo para gerenciamento da crise, mas com pior distribuição, aumento do endividamento público, continuidade do desemprego e aumento das margens operacionais no setor privado. E, nas condições da dominância de sua moeda no ambiente global, a crise financeira norte-americana foi suavizada, ainda que ritmo do endividamento da economia com o exterior tenha diminuído quanto aos anos precedentes.

#### 4. Conclusão

A partir da evidência empírica deste artigo, pode-se concluir que os Estados Unidos apresentaram, no período do primeiro governo Obama, o seguinte padrão de evolução dos parâmetros econômicos: aumento inédito da dívida pública e déficits fiscais; intervenção igualmente inédita da Reserva Federal nos mercados monetários, ajustando-o por meio de



diferentes procedimentos de capitalização; taxas de retorno setoriais positivas nos setores produtores de bens, mediante estagnação dos salários reais e inversões em maquinário; queda dos rendimentos dos conglomerados financeiros; maior corrente de comércio mas continuidade dos déficits comerciais; diminuição da capacidade ociosa, mas continuidade do desemprego e aumento da pobreza; pequeno aumento da poupança doméstica, mas ainda alta captação de poupança externa, com retomada da confiança global em papéis emitidos domesticamente. Por outro lado, o governo conseguiu aprovar uma maior regulação das atividades financeiras que poderá diminuir o nível de alavancagem e não baixou mais impostos sobre as camadas mais ricas da população.

Em todo o caso, para obter um desempenho mais estável de sua economia, o governo teria que avançar em suas políticas, buscando diminuir os déficits comerciais mediante um dólar mais desvalorizado; tributando os mais ricos; e dificultar a exportação ao exterior de capital produtivo. Um rápido crescimento demográfico, devido particularmente à imigração, também dificulta a queda da taxa de desemprego e o aumento dos salários. Mas tais medidas contrariam a visão de mercado predominante internamente e são de difícil aplicação. Em especial, desvalorizar o dólar colocaria em xeque a capacidade de endividar-se facilmente no exterior e suas consequências seriam talvez ainda mais recessivas, e diminuir o crescimento demográfico com menor volume de imigração contraria a necessidade de trabalho barato doméstico. De qualquer forma, as evidências empíricas mostram que o impacto da crise fora muito intenso a ponto de impedir a aplicação de uma abordagem puramente passiva por parte do governo, incluindo a fiscal, contrariando os cânones da literatura liberal e particularmente sua versão moderna da abordagem das “expectativas racionais”, que afirma que esta última (política fiscal) tende a ser inócua (ver Mankiw 1990, e Lucas 2000 e 2003). A política monetária, por sua vez, ainda que limitada pelas restrições que acima comentamos de um ponto de vista distributivo, foi muito além do que qualquer versão moderna da abordagem liberal-neoclássica poderia endossar. Por fim, ressalte-se que a dimensão da crise, em termos históricos, invalida em grande parte a confiança na capacidade auto-reguladora dos mecanismos de mercado que esta abordagem teórica sustenta existir.

## 5. Fontes e Bibliografia

### 5.1. Fontes

*Documentos oficiais*

Department of Treasury (2010). *Budget in brief. Emergency Economic Stabilization Act Programs*. Washington.

Department of Treasury (2013). *Your Federal Income Tax, Tax Guide 2013*. Washington.

Federal Reserve (2009). *95th Annual Report 2008*. Washington.

Federal Reserve (2012). *Flow of Funds Accounts 2005-2011*. Washington.

Federal Reserve (2014a). *Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments*. Washington.

Federal Reserve (2014b). *Financial accounts of the United States, Third Quarter 2014*. Washington.

White House. *Economic Report of the President (ERP)*. Vários Anos. Washington.

#### Séries históricas

Fed – <http://www.federalreserve.gov> e <http://www.fedstats.gov>

BLS – Bureau of Labor Statistics: <http://bls.gov>

NIPA – BEA: <http://bea.gov>

U.S. Department of Treasury: <http://www.ustreas.gov>

U.S. Census Bureau: <http://censu.gov>

## 5.2. Bibliografia

BERNANKE, B. *Essays on the Great Depression*. Nova Jersey: Princeton University Press. 2000.

DUMÊNIL, G. e Lévy, D. *A crise do neoliberalismo*, São Paulo: Boitempo. 2014.

FARHI, M. Crise Financeira e reformas da supervisão e regulação. III Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. 2010.

FARHI, M. Revelações da Crise: moeda fiduciária e as relações Tesouro/Banco Central. *Revista de Economia Política*, n. 34 (3). 2014.

FRIEDMAN, M. e SCHWARTZ, A. J. *A monetary history of United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press. 1963.

GREENSPAN, A. *The map and the territory*. Nova York: The Penguin Press. 2014.

KEYNES, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Abril Cultural. 1983 [1936].

HARVEY, D. *O enigma do capital e as crises do capitalismo*. São Paulo: Boitempo. 2010.

LUCAS, R. E. Macroeconomic priorities. *American Economic Association*, n. 93, (1). 2003.

LUCAS, R. E. Some macroeconomics for the 21<sup>st</sup> century. *Journal of Economic Perspectives*, n. 14, (1). 2000.

MANKIW, G. A quick refresher course in Macroeconomics. *Journal of Economic Literature*, n. 28, (4). 1990.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. Nova York: McGraw-Hill. 2008 [1986].

MONIZ BANDEIRA, L. A. *A desordem mundial. O espectro total da dominação*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. 2016.

SARGENT, T. Rational expectations. In: Eds. DURLAUF, S. e BLUME, L. (eds.). *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Londres: Palgrave Macmillan. 2009.

SCHINCARIOL, V. E. A política econômica e a economia dos Estados Unidos na administração George W. Bush (2001-2008). X Congresso Brasileiro de História Econômica e XI Conferência Internacional de História de Empresas, Juiz de Fora (MG). 2013.

SCHINCARIOL, V. E. Crescimento, flutuações e endividamento externo na economia dos Estados Unidos. São Bernardo do Campo: Editora da UFABC. 2015.

SCHINCARIOL, V. E. The United States economy during the first Obama administration (2009-2012). *Revista Galega de Economía*, vol. 25, issue 1, 2016.

SCHINCARIOL, V. E. Economia e política econômica no governo Dilma: uma história político-econômica da administração de Dilma Rousseff. Curitiba: CRV. 2019.

Comitê do Senado dos Estados Unidos sobre Setor Bancário, Imobiliário e Assuntos Urbanos (s.d.). “Brief summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Act Protection Act”. Disponível em:

[http://www.banking.senate.gov/public/\\_files/070110\\_Dodd\\_Frank\\_Wall\\_Street\\_Reform\\_comprehensive\\_summary\\_Final.pdf](http://www.banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf)

