


Pedro Paulo Zahluth Bastos

# A Revolta dos Financistas: a Política dos Objetivos Econômicos Nacionais na Era da Transnacionalização Capitalista

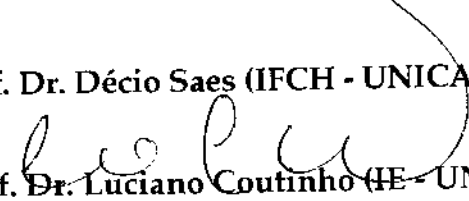
Dissertação de Mestrado apresentada  
ao Departamento de Ciências Políticas do  
Instituto de Filosofia e Ciências Humanas  
da Universidade Estadual de Campinas, sob  
a orientação do Prof. Dr. Sebastião Velasco  
e Cruz.

Este exemplar corresponde à  
redação final da dissertação  
defendida e aprovada pela  
Comissão Julgadora em 11/1  
10/196.

Banca:

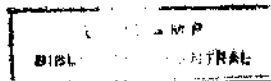
  
Prof. Dr. Reginaldo C.C. de Moraes (IFCH - UNICAMP): Presidente da Mesa

Prof. Dr. Décio Saes (IFCH - UNICAMP)

  
Prof. Dr. Luciano Coutinho (IE - UNICAMP)

Prof. Dr. Caio Navarro de Toledo (IFCH - UNICAMP) : Suplente

Julho - 1996



UNIDADE	28
N.º CHAMADA	TL UNICAMP
	B297r
V.	E
TOMBO BC	20.176
PROD.	0.1/10
C	<input type="checkbox"/> 0 1/1
PRFCO	09.11.50
DATA	30/11/14
N.º CPD	

CM-00095177-1

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA  
BIBLIOTECA DO IFCH - UNICAMP**

B297r

**Bastos, Pedro Paulo Zahluth**

**A revolta dos financistas: a política dos objetivos econômicos nacionais na era da transnacionalização capitalista. - - Campinas, SP: [s.n], 1996.**

**Orientador: Sebastião Velasco e Cruz.**

**Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas.**

**1. Hegemonia. 2. Estado nacional. 3. Política econômica. 4. Relações econômicas internacionais. I. Cruz, Sebastião Carlos Velasco e II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Filosofia e Ciências Humanas. III. Título.**

## ABSTRACT

O presente trabalho atesta a existência de um ciclo de ascensão, queda e renascimento dos mercados financeiros internacionais, entre 1870 e o final do século XX; e estuda os efeitos desse ciclo sobre a autonomia das políticas econômicas dos países integrados à ordem burguesa internacional. A dissertação é uma análise do processo histórico, dos interesses econômicos e dos embates políticos que produziram o *atual* poder estrutural do capital financeiro transnacional. Busca, também, discutir os mecanismos de poder através dos quais tais interesses capitalistas fazem valer, atualmente, sua influência — no contexto da competição internacional entre Estados burgueses pela qualidade relativa de suas moedas. Com efeito, as pressões políticas a favor da “austeridade” passaram a ser, nas décadas de 1980 e 1990, dominantes nos embates em torno à condução das políticas macro-econômicas: o mecanismo de poder por excelência do capital financeiro transnacional, i.e., *a saída*, tendeu a retirar, dos Estados nacionais incorporados pela “globalização econômica”, a autonomia de execução de políticas econômicas que desrespeitem os interesses imediatos do capital transnacionalizado.

**PALAVRAS-CHAVE:** Hegemonia, Estado Nacional, Política Econômica, Relações Econômicas Internacionais, Coalizão Financeira Transnacional.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Departamento de Ciências Políticas do IFCH-UNICAMP, por ter oferecido o ambiente de liberdade e debate intelectual sem o qual esse trabalho não se realizaria.

Agradeço aos profs. Sebastião Velasco e Cruz, e Reginaldo C.C. de Moraes, orientador e co-orientador da dissertação, respectivamente. Enquanto pôde acompanhar de perto o trabalho, em suas fases iniciais, o prof. Sebastião Velasco e Cruz corrigiu erros e indicou uma certa bibliografia complementar; além disso, sem os dois cursos que freqüentei sob seu comando, minha compreensão das relações entre Estado e economia não teria passado da fase intuitiva. Desde o exame de qualificação, o prof. Reginaldo ofereceu comentários valiosos e exigiu uma melhor organização do argumento, i.e., que o trabalho fosse conduzido por um fio teórico mais explícito, e uma melhor redação do argumento, i.e., menos economês e mais clareza política das idéias.

Agradeço aos membros da banca de avaliação da dissertação, os profs. Décio Saes e Luciano Coutinho, pelos cursos que freqüentei sob seu comando, Teoria do Estado, e Economia Política Internacional, respectivamente. Sem tais cursos, minha formação de economista e, talvez exagerando um pouco, de cientista político, não teria me levado à aventura arriscada de buscar realizar um trabalho transdisciplinar; como eles já realizam essa integração disciplinar a muito tempo, imaginei, um pouco ingênuo demais, que seria possível me aventurar por aí também. De todo modo, não é sua culpa que eu não tenha seguido corretamente o exemplo, onde errei. Não obstante, é óbvio que espero que, no balanço dos erros e acertos, o resultado lhes agrade.

Agradeço ao prof. José Carlos Miranda, pelas sugestões inestimáveis de retificação do argumento exposto no exame de qualificação. Como ele perceberá ao ler essa versão final, acolhi plenamente suas críticas àquela versão inicial. Acredito que suas novas críticas serão tão pertinentes quanto foram as anteriores, e espero-as o mais breve que lhe seja possível fazê-las.

Agradeço a Marcelo Augusto Nahuz de Oliveira pela orientação intelectual mútua que sempre caracterizou nossa amizade; espero que essa orientação se prolongue bastante, e que não demore a resultar em trabalhos conjuntos.

Enfim, agradeço a meus pais, Elaine e Pedro Paulo, e a meus irmãos,

Rodolpho e Vinicius, por tudo de bom que já me deram, e que continuarão a me dar. Espero que eles se reconheçam no trabalho do filho e irmão, e que me perdoem pela ausência, que é só geográfica, mas não sentimental. Esse trabalho é dedicado a eles e à estrela da vida inteira, Joana F. B. Bastos, que me fez entender o significado do amor de perdição. Joana continua me ensinando, a cada dia, que, felizmente, há muito mais coisas entre o céu e a terra do que política, economia e livros. Peço perdão às famílias Fróes e Bragança pelo F. B., mas não pude resistir à tentação de sentir Joana ainda mais perto de mim, ao citar seu nome completo de uma forma abreviada, apenas uns poucos dias depois de poder fazê-lo.

# ÍNDICE

I • INTRODUÇÃO.....	1
II • NATUREZA E CRISE DA LEGITIMAÇÃO MONETÁRIA NACIONALISTA DAS POLÍTICAS DE ESTADO.....	12
II.I • Considerações sobre o poder do capital financeiro internacional sob a hegemonia monetária inglesa.....	12
II.II • Advento e crise da regulação monetária nacionalista do capitalismo....	44
III • FINANÇAS DESINDUSTRIALIZANTES: POLÍTICA ECONÔMICA E INTERESSES CAPITALISTAS NA CRISE DA HEGEMONIA MONETÁRIA INTERNACIONAL DA GRÃ-BRETANHA.....	67
III.I • A formação da política externa do pós-guerra: antecedentes e problemas.....	73
III.II • Defesa da libra e o padrão da política econômica do pós-guerra: o <u>stop-</u> <u>go</u> .....	89
III.III • As tentativas de intervenção e os interesses financeiros.....	94
III.IV • Conclusões.....	102
IV • A HEGEMONIA MONETÁRIA AMERICANA E A RESTAURAÇÃO DO PODER DO CAPITAL FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	106
IV.I • A crítica de Keynes ao capital financeiro internacional.....	106
IV.II • As contradições da hegemonia monetária americana.....	114
IV.III • Desenvolvimento desigual e a crise estrutural da hegemonia monetária americana.....	125
IV.IV • A evolução cronológica da crise do dólar.....	134
IV.V • A revolta financeira contra as políticas econômicas americanas.....	139
V • A REVOLTA DOS FINANCISTAS: A POLÍTICA DOS OBJETIVOS ECONÔMICOS NACIONAIS NA ERA DA TRANSNACIONALIZAÇÃO CAPITALISTA.....	148
V.I • As resistências domésticas americanas, as tentativas de coordenação e os interesses financeiros transnacionalizados.....	148
V.II • A coalizão financeira transnacional e as políticas econômicas nacionais.....	164
VI • CONCLUSÃO: CONSIDERAÇÕES SOBRE A NATUREZA SOCIAL E AS CONTRADIÇÕES POLÍTICAS DO NOVO CAPITALISMO.....	191
• BIBLIOGRAFIA CITADA.....	199

## I • INTRODUÇÃO

O Brasil dos anos noventa foi capturado pela onda política e ideológica do neo-liberalismo. Assistimos a um movimento irresistível voltado, segundo reza sua ideologia, a reduzir o “tamanho” do Estado, privatizando empresas estatais e estreitando as áreas de sua atuação direta; buscando, ao mesmo tempo, diminuir a intervenção do Estado na economia e na sociedade, questionando a “proteção política” contra a competição comercial estrangeira, a “regulação” dos fluxos internacionais de capitais ou, ainda, legislações sociais que emperrariam a “flexibilidade” do mercado de trabalho. Todas as instituições, leis e concepções que nortearam o desenvolvimento econômico nacional no pós-guerra precisariam ser revistas; todos os coágulos “corporativistas” do passado deveriam ser extirpados cirurgicamente, para liberar um novo ciclo na vida nacional. Duas tentativas de reforma constitucional, uma ainda em curso, buscariam marcar, tanto política quanto simbolicamente, a chegada de uma nova era, que em nada se assemelharia ao passado; a não ser, paradoxalmente, quanto ao nome dos políticos de sua “base de sustentação”.

Foi no combate à inflação, no entanto, que as forças políticas responsáveis pelo furor reformista alcançaram sua maior vitória, retirando, daí, a popularidade necessária para conquistar a presidência e avançar nas “reformas”. O Plano Real coordenou uma hiper-inflação anunciada, com data marcada para acabar. Se todos fossem estimulados a mover preços, juntos, à mesma velocidade, também seriam capazes de deixar de movê-los, coletivamente. Mas o combate à inflação não dependeria somente da arte da ação coletiva. Além disso, era corrente no “mercado” a previsão, também coletiva, de que se a taxa de câmbio deixasse de se desvalorizar e, ao invés disso, até se valorizasse, seria fornecida a âncora necessária para que todos acreditassem, finalmente, que os outros também deixariam de remarcar seus preços.

Como se vê, até quanto ao plano de estabilização, não seria das arbitrariedades estatais que dependeria o tiro contra a inflação. Bastaria, ao contrário, que o governo fizesse aquilo que o “mercado” acreditava que deveria ser feito. “Austeridade”, “confiança” e “credibilidade” são os lemas da nova política econômica. Nessa nova era, políticas factíveis não devem apenas ser “orientadas para o mercado”; elas precisam também ser conduzidas segundo as crenças do “mercado”: em certo

sentido, “orientadas pelo mercado”.

No Brasil como em outros “mercados emergentes”, reza-se aos quatro ventos que, na época da “globalização”, só são bem sucedidas as políticas econômicas que o “mercado” acredita serem dignas de confiança. Numa era em que a riqueza financeira pode se transferir de um país para outro em questão de minutos, às vezes segundos, perder a confiança dos mercados significa, para um governo, perder as condições de sucesso de suas políticas. Em matéria de política macro-econômica, só pode ter sucesso aquilo que fôr “suficientemente austero”, “confiável” e “crível”. O Plano Real reuniu tais virtudes; daí, seu sucesso.

Os condutores do Real compreenderam que deveriam fazer aquilo que o “mercado” (“emergente”) acreditava que deveria ser feito; compreenderam que deveriam anunciar, com antecedência e firmeza, sua disposição inabalável de fazer o que fosse necessário, pois a “confiança” do mercado nas intenções do governo deveria ser construída de antemão; compreenderam, enfim, que deveriam executar a política com o grau de “austeridade” que o mercado viesse a exigir para “acreditar” em seu sucesso. O Plano Real foi, a um tempo, “confiável”, “austero” e “crível”.

Mas assim como nos demais “mercados emergentes”, nem tudo é euforia no país do Real. Um terremoto especulativo se abateu sobre os mercados financeiros e cambiais latino-americanos, na virada de 1994 para 1995. A crise mexicana deixou claro que, a despeito da “confiança” que um determinado governo desfrute junto ao mercado, a “credibilidade” quanto às políticas que venha realizando pode variar com acentuada instabilidade; subitamente; de uma maneira pouco previsível. E quanto maior fôr a perda de credibilidade das medidas em curso, uma maior “austeridade” precisará ser empregada para alcançar o resultado desejado. Sem maiores doses de “austeridade”, a política econômica não recuperaria sua “credibilidade”: o “mercado” não acreditaria, mesmo quando “confia” nas boas intenções do governo, que sua política econômica seria necessária e suficiente para obter as boas intenções manifestas.

Na nova era, não basta que um governo tenha boas intenções, “confiáveis” aos olhos do mercado; é preciso, também, que empunhe políticas “austeras” o suficiente para usufruir de “credibilidade”. A dificuldade com as políticas econômicas conduzidas por governos “orientados pelo mercado” está em que o “mercado” é um senhor cheio de caprichos, cuja opinião a respeito do que um



governo deve fazer para acalmá-lo, e a respeito da dose com a qual deve administrar o calmante, pode mudar imprevisivelmente. Daí, os condutores das políticas econômicas precisam se manter em um estado de constante alerta quanto aos ânimos de seu senhor, o “mercado”; e precisam, também, usufruir de autonomia política o suficiente para, a qualquer momento em que uma mudança no ânimo do mercado indique ser necessário, acentuar a “austeridade” com a qual as políticas de Estado são “geridas”. Depois da crise do peso mexicano, por exemplo, o estado de alerta e a pré-disposição à austeridade dos condutores do Real precisaram demonstrar uma revigorada prontidão. Com efeito, foi necessário anunciar, para que todos os mercados emergentes ouvissem, novas manipulações orçamentárias, novas elevações das taxas de juros, novas contenções de gasto, novas emissões de títulos da dívida pública, novas listas de empresas privatizáveis, novos índices de desemprego, novas greves escorraçadas, novas vitórias constitucionais e, apesar disso tudo, apenas alguns conflitos com a base de sustentação parlamentar, e apenas alguns pontos perdidos nos índices de popularidade do presidente.

Na era da restauração do poder financeiro transnacional, a clave da política econômica é a clave da autonomia flexível que, resguardados por novas coalizões de interesses, os *technopols* que cuidam da “responsabilidade monetária e fiscal” usufruem, para impôr doses flexíveis de austeridade, contra resistências internas, sempre que necessário fôr; isto é, sempre que a dose prévia de austeridade não se mostrar suficiente para garantir a credibilidade da política junto ao “mercado”. Essa é a hipótese central da dissertação: na era da “globalização financeira”, aumentou muito a seletividade estrutural das políticas econômicas factíveis; passaram a só se mostrar factíveis as políticas que tenham “credibilidade”, porque aumentou muito o poder estrutural do capital financeiro internacional — “o mercado”, para a ideologia dominante — sobre os mais diversos Estados nacionais. Com isso, as pressões a favor da “austeridade” passaram a ser, nas décadas de 1980 e 1990, dominantes nos embates em torno à condução das políticas macro-econômicas: o mecanismo de poder por excelência do capital financeiro internacional, i.e., *a saída*, tendeu a retirar, dos Estados nacionais incorporados pela “globalização financeira”, a autonomia de execução de políticas econômicas que desrespeitem os interesses imediatos do capital especulativo. Atualmente, é mais difícil ver Estados nacionais que desrespeitem as exigências de “credibilidade” que lhes são impostas pelo “mercado” do que ver

governos que se esforcem, politicamente, para conferir aos *technopols* dos ministérios da fazenda e dos bancos centrais a independência e a autonomia suficientes para impôr as doses de “austeridade” que forem necessárias. Os casos excepcionais não chegam a falsificar a regra: tipicamente, as exceções são os casos em que algum país (normalmente, os USA) consegue, momentaneamente, transferir os ônus da austeridade para outros países, preservando, para si mesmo, o grau de liberdade necessário para não atender, por si próprio, os interesses imediatos do capital especulativo.

Para evitar desnecessárias repetições, não se antecipará, aqui, os meandros do argumento através do qual essa hipótese será defendida. No entanto, cabe uma apresentação aos capítulos que constituem essa dissertação.

O próximo capítulo (II), intitulado “Natureza e Crise da Legitimação Monetária Nacionalista das Políticas de Estado”, divide-se em duas partes, intituladas, respectivamente, “Considerações sobre o Poder do Capital Financeiro Internacional sob a Hegemonia Monetária Inglesa: do Padrão ouro-libra ao Entre-Guerras (1880- 1933)” e “Advento e Crise da Regulação Monetária Nacionalista do Capitalismo (1933 - 1980)”. Seu objetivo, como seus títulos deixam entrever, é o de isolar e analisar algumas características essenciais ao longo processo de ascensão, queda e restauração do poder do capital financeiro internacional, das últimas décadas do século XIX às décadas de crise da “era dourada” do capitalismo, em nosso século. O principal argumento da primeira parte é que as características econômicas e políticas particulares ao sistema de financiamento internacional do entre-guerras, que explicam sua excepcional propensão à crise, apenas reforçaram tendências inerentes ao próprio modo de funcionamento de um capitalismo tolhido, em seus potenciais cíclicos de expansão, pelo amor dos rentiers internacionais pelo ouro — o que já era típico do período do pré-guerras. O contexto excepcionalmente “deflacionário” dos arranjos do entre-guerras acentuou as crises inevitavelmente associadas a um modo de produção de dinheiro — “ancorado” na escassez das reservas globais de ouro — que não acompanhava a velocidade cíclica de expansão do capitalismo.<sup>1</sup> Como o capitalismo tendia a expandir-se para além do que o amor

<sup>1</sup>Afinal, segundo um prestigiado economista inglês que, à época, odiava a perigosa “auri sacra fames”, a totalidade do ouro extraído em sete mil anos poderia ser facilmente transportada nos porões de um único transatlântico moderno. Como um sábio conservador, esse economista advertia, à luz das catástrofes econômicas de sua época, que “os amigos do ouro terão de ser extremamente sábios e moderados se quiserem evitar uma revolução”: Keynes (1930), pp. 258-69.

pelo ouro podia permitir, o encurtamento monetário de seus ciclos de expansão ocorria sempre que uma “corrida para o ouro” acontecesse, i.e., sempre que os rentiers sentissem seus patrimônios financeiros ameaçados pela pressão, exercida por um crescimento econômico “excessivo”, contra a taxa de câmbio-ouro das moedas nas quais seus patrimônios eram denominados.

As crises que acompanhavam essas corridas para o ouro traziam, naturalmente, níveis mais ou menos acentuados de desemprego, e falências de empreendimentos produtivos e comerciais que, por sua vez, geravam calotes financeiros que podiam quebrar os próprios sistemas bancários. A crise do capitalismo na década de 1930 teve também outros determinantes, mas sua intensidade seria inexplicável sem o recurso à lógica férrea de crise associada à “excrável fome de ouro”. Dado o apego à regra de ouro de suas moedas, pouco os bancos centrais podiam fazer para evitar tais desastres econômicos — afinal, criar do nada uma liquidez monetária extra poderia ser encarado, pelos “mercados”, como um signal de que até a taxa de câmbio-ouro da moeda poderia vir a ser alterada se isso se mostrasse necessário para evitar a purga do dinheiro “excedente”, sinal esse que, paradoxalmente, acentuaria ainda mais a corrida para o ouro, e a purga dos exageros anteriores. Se, por outro lado, o capitalismo fosse liberado por um modo de produção de dinheiro que melhor acompanhasse seus desígnios expansivos, o aproveitamento das perspectivas de expansão dos investimentos produtivos deixaria de ser recorrentemente fragmentado em vários ciclos curtos de expansão e contração do crédito, i.e., por recorrentes elevações das taxas de juros motivadas pela perspectiva de desvalorização das moedas, à medida em que o auge de moderadas expansões fosse de encontro à “auri sacra fames”.

Dito isso, a segunda parte do capítulo II procura analisar a natureza dos novos arranjos políticos e monetários que possibilitaram que o capitalismo internacional do pós-guerra fosse tão diferente do capitalismo do entre-guerras, ou mesmo do capitalismo internacional do pré-guerras, no que tange ao dinamismo da acumulação produtivista de capital, às coalizões de interesses que orientaram a condução das políticas macroeconômicas nacionais e, principalmente, no que tange ao poder que interesses associados às transações financeiras internacionais podiam exercer sobre os mais diversos Estados integrados à ordem econômica e política internacional burguesa. Depois disso, o capítulo é concluído com uma discussão

sobre os motivos da perda de eficácia prática das políticas econômicas que, no pós-guerra capitalista, incentivaram um inaudito período de crescimento econômico internacional. A relevância da questão está em que a crise das políticas econômicas nacionais foi conduzida sob o ritmo e impacto das primeiras revoltas globais dos financistas no pós-guerra, contra as moedas e Estados nacionais que pudessem sacrificar seus interesses no altar das políticas econômicas pouco “confiáveis”, que lhes pudessem impingir perdas patrimoniais.

O capítulo III, intitulado “Finanças Desindustrializantes: Política Econômica e Interesses Capitalistas na Crise da Hegemonia Monetária Internacional da Grã-Bretanha”, analisa o modo como a política da política econômica britânica antecipou, desde o imediato pós-guerra, várias das características que seriam comuns ao capitalismo “transnacional” das décadas de 1980 e 90. As políticas econômicas inglesas se voltaram primordialmente ao objetivo de serem “confiáveis” junto aos “mercados” articulados à City de Londres, tentando restaurar a qualidade da libra esterlina como moeda de reserva de patrimônios financeiros internacionalizados. A tentativa de defender, a qualquer custo, a “credibilidade” das políticas econômicas junto ao capital financeiro internacional não se mostrou, no entanto, suficiente para compensar o dreno de divisas representado pelos gastos militares na defesa de um império em declínio, e pela tentativa de ser “sócio menor” na aliança atlântica “pelo capitalismo e pela liberdade”.

Apesar do impressionante consenso bi-partidário a respeito da necessidade de preservar o prestigioso papel internacional da libra e da City, os “mercados”, mais interessados em seus próprios ganhos patrimoniais, não deixaram de manter os *technopols* em estado de tensão permanente, ainda que em permanente pré-disposição a fazer aquilo que os rentiers esperavam que devesse ser feito. Dessa maneira, as políticas econômicas se tornavam “austeras” sempre que isso fosse necessário para atrasar a chegada da crise cambial que marcaria o fim da pretensão de restaurar o papel da libra como moeda-chave internacional — e, ao primarem pela austeridade, sufocavam o desenvolvimento competitivo da indústria inglesa. Suficientemente separada de condições adequadas de financiamento, a indústria inglesa se mostrou incapaz de participar, com chances, da crescente competição inter-capitalista por parcelas dos mercados internacionais mais dinâmicos — reforçando a desconfiança na taxa de câmbio da libra esterlina e aumentando,

progressivamente, as doses de austeridade a serem pagas para satisfazer os interesses dos rentiers; até que, enfim, a preservação da taxa de câmbio sobre-valorizada se mostrasse insustentável — pelo crescente encurtamento dos ciclos de expansão e pela crescente violência dos ataques especulativos. Resguardadas as devidas proporções, qualquer semelhança com a situação dos “mercados emergentes”, na década de 1990, não é mera coincidência. Com efeito, depois da restauração do poder do capital financeiro transnacional, todos os países que desfrutaram a “era dourada” do capitalismo passaram a desfrutar, em diferentes graus, da vigilância do poder financeiro transnacional quanto à “confiança”, “credibilidade” e “austeridade” das políticas econômicas governamentais — de uma maneira que já era, não obstante, bastante familiar à Grã-Bretanha do pós-guerra.

O capítulo IV, intitulado “A Hegemonia Monetária Americana e a Restauração do Poder do Capital Financeiro Internacional” busca analisar os motivos do ressurgimento do poder financeiro transnacional, sobre os escombros da crise da hegemonia monetária americana, no pós-guerra. O capítulo se inicia com a análise das críticas de Keynes à natureza “deflacionária” dos “custos” da integração nacional a uma ordem econômica e política capitalista internacionalmente financiada por rentiers. Elaborando suas idéias no contexto das catástrofes econômicas do entre-guerras capitalista, Keynes também viria a participar em posição de destaque dos debates anglo-americanos a respeito das novas institucionalidades que deveriam reger a ordem econômica do capitalismo internacional, no pós-guerra. O mais importante efeito prático dos acordos de Bretton Woods foi, pelo menos temporariamente, nas palavras do secretário do Tesouro americano da época, “retirar os rentiers e usurários do templo das finanças internacionais”. No entanto, a expansão da liquidez internacional no pós-guerra não dependeria propriamente dos arranjos discutidos em Bretton Woods, mas da natureza do papel geo-político norte-americano, na defesa “do capitalismo e da liberdade”. E, posteriormente, os próprios rentiers e usurários voltariam ao “templo das finanças internacionais”.

O principal argumento do capítulo é que a ordem financeira internacional não foi suficientemente reformada, no pós-guerra, para liberar as coalizões produtivistas capitalistas dos entraves derivados da “execrável fome de ouro” característica do entre-guerras e do pré-guerras. Se essas limitações não se fizeram

sentir até meados da década de 60, foi porque o Estado americano se recusou a seguir as regras monetárias que ele próprio havia defendido, anteriormente — o que não significa que ele pudesse fazer isso por muito tempo. Durante a “era dourada” do capitalismo, até 1979, os governos norte-americanos não se esforçaram para lutar pela confiança internacional em sua moeda — em aberto contraste vis-à-vis a insistência com a qual os governos britânicos, muito mais ciosos da credibilidade de suas políticas junto à comunidade financeira internacional, lutaram, sem sucesso, para preservar a confiança internacional na libra esterlina. Do imediato pós-guerra ao início da década de 60, não havia necessidade de políticas “austeras”, por parte dos EUA: não havia muitas dúvidas quanto à qualidade diferencial do dólar como moeda de denominação, por excelência, da riqueza capitalista à escala global. Quando essas dúvidas começaram a surgir e crescer durante a década de 60, os governos americanos conseguiram dividir a responsabilidade pela defesa do dólar com os governos europeus e japonês, de uma maneira mais ou menos “cooperativa” — era relativamente claro que, se forçados a defender unilateralmente a qualidade internacional do dólar, provando da disciplina deflacionária exigida pelo padrão-ouro, os governos americanos provocariam uma drenagem da liquidez internacional nociva à “era dourada” compartilhada pelo sistema capitalista internacional. Com efeito, sem a livre expansão da liquidez internacional patrocinada pelos fundos de ajuda governamental, pelos gastos militares e pela saída de investimentos diretos desde os EUA, a “era dourada” não teria sido possível.

O capítulo estuda a natureza das coalizões de interesses às quais as políticas americanas se reportavam para manter esse padrão, durante quase todo o pós-guerra. Essas prioridades políticas, entretanto, aceleraram a perda de qualidade do dólar, depois que o desenvolvimento desigual do capitalismo internacional solapou, gradualmente, as bases estruturais nas quais a hegemonia monetária americana se fundamentava. De todo modo, a expansão da liquidez internacional em dólares teve uma conseqüência econômica e política crucial que acabaria por reverter, posteriormente, a eficácia das políticas econômicas orientadas para o crescimento que essa abundante liquidez havia, anteriormente, possibilitado. O desenvolvimento do mercado de Euro-dólares foi provavelmente o principal efeito colateral das políticas americanas voltadas a expandir a liquidez internacional; o

capítulo analisa os motivos e as conseqüências do desenvolvimento de uma esfera financeira privada operando fora de jurisdições nacionais, com fundos e empréstimos em dólar, principalmente, a partir do final da década de 1950. O ressurgimento de uma esfera de acumulação financeira internacionalizada viria progressivamente a cortar as margens de liberdade das próprias políticas macroeconômicas norte-americanas; a despeito disso, os governos americanos militaram deliberadamente para boicotar qualquer esforço coletivo para limitar o desenvolvimento desse mercado — o capítulo busca estudar os dois processos, no contexto da crise estrutural do dólar como moeda-reserva internacional estável.

Desde o final da década de 1960, até 1979, a atitude americana diante do dólar foi a “negligência benigna”: explorar o curso forçado do dólar no capitalismo internacional para liberar o crescimento econômico doméstico de quaisquer restrições oriundas das contas externas, principalmente depois da institucionalização de um regime mais instável de câmbio, a partir de 1973. Ao invés de preservar a qualidade do dólar como moeda de denominação do patrimônio capitalista global, os governos americanos subordinaram o dólar ao financiamento, a baixas taxas de juros, de seus déficits orçamentários e da acumulação de capital produtivo — subordinação do financeiro ao produtivo que foi característica e condição sine qua non da “era dourada”. Ao longo da década de setenta, entretanto, os limites dessa estratégia iam sendo alcançados e esgotados, com as primeiras revoltas globais dos financistas contra moedas e políticas econômicas que pudessem pôr a perder, com a permissividade em relação à inflação interna e à desvalorização externa, a garantia de rentabilidade real de seus patrimônios financeiros.

O capítulo V, que dá título e subtítulo a essa dissertação, busca estudar, em detalhe, os meandros do poder da coalizão financeira transnacional, nas décadas de 1980 e 90, e suas relações com as políticas econômicas nacionais. Não serão antecipados, aqui, os argumentos que, neste capítulo, buscam defender a hipótese central da dissertação.

O capítulo VI, enfim, intitulado “Conclusão: Considerações sobre a Natureza Social e as Contradições Políticas do Novo Capitalismo”, procura finalizar o trabalho fazendo exatamente aquilo que seu título indica: tecendo considerações finais a respeito da natureza social e das contradições políticas do novo tipo de capitalismo gestado nas décadas de 1980 e 1990.

Uma última palavra sobre a localização paradigmática dessa dissertação no espectro de tendências intelectuais, nas ciências sociais contemporâneas. A dissertação é uma análise do processo histórico, dos interesses econômicos e dos embates políticos que produziram *o atual* poder estrutural do capital financeiro internacional. Ela considera, na perspectiva do bom e velho materialismo histórico, que esse poder estrutural não é *a-histórico*, não existiu sempre, mesmo se fôr levada em conta apenas a história recente do capitalismo, digamos, nos últimos cinquenta anos.

A dissertação se diferencia dos estudos das tradições de ciência política e economia voltadas, na análise de políticas de estabilização econômica, à pesquisa das “condições de governabilidade dos planos de estabilização”<sup>2</sup>. Esse corpo de literatura, geralmente de corte conservador, apresenta preocupações limitadas: busca isolar as condições políticas *domésticas e internacionais* que possibilitam que “austeros” planos de estabilização possam ser “geridos” com sucesso, sem se perguntar, em primeiro lugar, sobre os processos históricos que tornaram o seu tipo de austeridade uma necessidade “técnica”, para a qual a política interna deve, tão somente, propiciar as condições de “governabilidade”. É uma literatura marcada pela *unilateralidade*: nela, os conflitos políticos têm apenas o papel de atrasar ou favorecer a “governabilidade” necessária para que as medidas tecnicamente requeridas possam ser executadas. Não há qualquer discussão sobre o próprio *caráter político* do tipo de austeridade a executar. Não se discute a quais interesses esse tipo de austeridade favorece, ou quais os mecanismos de poder através dos quais tais interesses fazem valer sua influência. Não se discute se os “planos de estabilização” poderiam penalizar diferentes interesses, ou se suas “austeridades” poderiam ser de outro tipo. Não se pergunta, enfim, o porquê das exigências de confiança, credibilidade e austeridade serem como são.<sup>3</sup>

O presente trabalho é tributário de uma tradição muito diferente, a do

---

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, Nelson (org.) (1990), Williamson (org.) (1990), e Haggard & Kaufman(orgs.) (1992).

<sup>3</sup> Como um bom cientista político, e como um político que busca preservar a credibilidade das políticas de seu governo junto ao “mercado”, o presidente Fernando Henrique Cardoso pode explicar muito bem onde repousam as condições de “governabilidade” que sustentam os poderes dos *technopols*. Em seminário sobre os dois anos do Plano Real, relatou publicamente, a uma platéia formada por economistas brasileiros e estrangeiros, os detalhes políticos da implantação do Plano Real. Na época, quando ainda era ministro da Fazenda, aproveitara um momento de desarticulação política do Congresso Nacional, durante a implantação da CPI do Orçamento, para lançar o plano. “Só num momento de fraqueza política, o ministro da Fazenda pode assumir os poderes necessários para tomar medidas duras na contenção da inflação”, disse: *Gazeta Mercantil*(02/07/1996), Reportagem *Cardoso: “Eu não cedo fácil”*.



materialismo histórico. Essa tradição argumenta que a história é movida por conflitos entre grupos sociais que possuem diferentes interesses, e que se embatem, da posse de diferentes recursos de poder, para defender seus interesses. Nessa tradição, não caber analisar processos econômicos e políticos desvinculados uns dos outros, pois os grupos sociais que se embatem politicamente costumam ter uma certa inserção no sistema econômico, e vice-versa. Atualmente, brotam, como cogumelos, estudos marxianos que se voltam, com maiores ou menores resultados, para o estudo das questões privilegiadas por essa dissertação — o que é sinal da vitalidade, pelo menos intelectual, dessa tradição.<sup>4</sup> E o que é melhor: esses estudos buscam aprofundar o caráter de transdisciplinariedade que era característico dos primeiros expoentes dessa tradição, e que foi desconsiderado pela evolução subsequente do “marxismo ocidental”.<sup>5</sup>

Ainda assim, essa nova literatura de orientação marxiana carece de uma certa limitação de profundidade e rigor analítico na análise de algumas questões econômicas que, ainda que técnicas, são absolutamente relevantes para o entendimento rigoroso das próprias questões mais gerais da “economia política contemporânea”. Essa talvez seja, aliás, uma debilidade que os estudos atuais compartilham com o “marxismo ocidental”. A meu ver, essa debilidade advém do preconceito que a tradição marxiana tem em relação ao estudo dos economistas burgueses; isso, no entanto, a leva a uma auto-suficiência que não pode ser encarada como algo, digamos, bom. Afinal, se o julgamento das tradições contemporâneas da economia burguesa deve ser, certamente, crítico, é inegável que vários dos autores não identificados com o materialismo histórico (política e intelectualmente) são inteligentes e, usando sua inteligência, foram e são capazes de formular conceitos e análises cujo conhecimento não faria mal a ninguém com o suficiente espírito crítico. Modestamente, esse trabalho de dissertação bebeu da formação de um economista que resolveu se aventurar pelos meandros da política da política econômica, tentando avançar sobre alguns dos tópicos não diretamente abordados pelos estudos recentes na tradição que compartilha. Cabe aos leitores julgar se o resultado compensou, pelo menos em parte, o esforço, e se é um esforço digno da crítica à tradição que compartilha.

---

<sup>4</sup> Ver, por exemplo, a *opus magnum* de Arrighi (1994), além das coletâneas organizadas por Overbeek (1993), Bonfield & Holloway (1995) e, pelo menos em alguns de seus artigos, Stubbs & Underhill (1994).

<sup>5</sup> Ver Anderson, P. (1976).

## II • Natureza e crise da legitimação monetária nacionalista das políticas de Estado

### *III.1 - Considerações sobre o Poder do Capital Financeiro Internacional sob a Hegemonia Monetária Inglesa: do Padrão ouro-libra ao Entre-Guerras (1880- 1933)*

Desde seus primórdios europeus, o capitalismo apresentou uma tendência a extrapolar, em seus negócios, os espaços políticos regidos por uma certa soberania — seja ainda feudal, seja já nacional. Os intercâmbios de mercadorias levados a cabo pelos comerciantes que criaram o capitalismo como uma primeira "economia-Mundo" não se limitavam às fronteiras de suas regiões de origem: ao contrário, diversas regiões viriam a ser integradas no que viria a constituir-se, cada vez mais, como um vasto sistema econômico internacional<sup>6</sup>.

Esse processo de internacionalização capitalista se acentuou com as conseqüências da Revolução Industrial inglesa — o monopólio inicial das manufaturas têxteis inglesas reforçou a complementaridade do centro industrial da divisão internacional do trabalho vis-à-vis os elos periféricos que giravam em torno dele. Enquanto a expansão da indústria no continente europeu e norte-americano acentuava a mercantilização da vida social e eliminava gradualmente a auto-suficiência das comunidades camponesas e artesãs — proletarizando en masse os produtores diretos —, a acumulação de riqueza por parte dos primeiros industriais fornecia a base para um reforço da internacionalização capitalista.

Em torno ao centro financeiro da City de Londres, mas passando também por outros centros bancários europeus, a acumulação crescente de riqueza industrial criou fundos financeiros abertos a investimentos e aplicações onde quer que lucros pudessem ser realizados. Em 1914, provavelmente um terço da riqueza acumulada por proprietários ingleses assumia a forma de ativos no exterior; nos 40 anos antes de 1914, mais ou menos 40% dos novos investimentos capitalistas ingleses eram direcionados para o exterior e, nos anos imediatamente anteriores à Grande Guerra, 10% da renda nacional inglesa advinha de rendas de investimentos estrangeiros — em quantidades menores, outros centros financeiros europeus apresentam cifras

---

<sup>6</sup> Sobre a constituição desse sistema, ver, por exemplo, Mauro (1964), Novais (1973) caps. 1 e 2, Wallerstein (1974) e (1980), Braudel (1980).

ainda assim significativas. Não surpreende que um livro clássico sobre esse processo de internacionalização financeira do capitalismo viesse a entitular-se "Europe, the world's banker"<sup>7</sup>.

Como a cunhagem do dinheiro nacional se constituiu gradualmente em um dos monopólios político-jurídicos dos Estados soberanos, a fragmentação de soberanias poderia criar problemas para a expansão da internacionalização capitalista — afinal, não há mercados sem preços, mas não há preços sem que haja moedas nacionalmente legítimas. A internacionalização capitalista exige uma forma de integração monetária dos mercados articulados ao vasto sistema econômico internacional e, tipicamente, regras estáveis para o intercâmbio de valores denominadas em diferentes moedas nacionais. É provável que a expansão das transações internacionais não teria se desenvolvido com a intensidade verificada na segunda metade do século XIX, se não fossem estruturadas regras estáveis para o sistema monetário internacional. Sem tais regras, a monetização dos intercâmbios sociais à escala internacional seria travada pela precariedade do equivalente geral e abstrato das mercadorias concretas, isto é, pela ausência de um dinheiro internacional.

Onde há regras que estipulem os termos em que as diferentes moedas nacionais serão relacionadas e integradas em um sistema monetário internacional, há limitações às soberanias monetárias nacionais<sup>8</sup>. É diante do dinheiro internacional que as moedas nacionais precisam ser trocadas, para possibilitar a integração monetária dos mercados internacionais. Pode-se falar em um sistema monetário internacional, ordenado e regular, se houver regras que definam seja os ativos que representam o dinheiro internacional, seja a maneira de distribuição de tais ativos monetários internacionais entre os diversos elos nacionais do sistema. As formas estipuladas de acesso nacional ao dinheiro internacional — através de transações de bens, serviços e financiamentos — limitam as soberanias monetárias nacionais, porque as regras monetárias internacionais que as estipulam não apenas orientam, como também restringem as maneiras legítimas de responder a problemas no câmbio entre as moedas nacionais e o dinheiro internacional. Essas regras definem como um elo nacional do sistema terá acesso aos "ativos

---

<sup>7</sup>Ver Feis (1930); para os dados citados sobre as exportações de capital inglesas, ver Yeager (1976), p. 300.

<sup>8</sup>A esse respeito, ver Cohen (1977), Aglietta (1986) e Gilpin (1987), cap. 4.

internacionais de reserva”, isto é, ao dinheiro internacional necessário para participar na internacionalização de transações.

Logo, a participação na internacionalização monetária implica em perda de graus de autonomia no usufruto governamental da soberania monetária nacional. Se regras estáveis para o intercâmbio de valores denominados em diferentes moedas nacionais retiram entraves à expansão da internacionalização econômica, essas mesmas regras impõem entraves às autonomias monetárias dos Estados burgueses integrados a essa ordem internacional. Desde que um Estado participe da ordem econômica e política do capitalismo internacional, seu governo não pode fazer o quê bem entenda para ter acesso aos ativos internacionais de reserva necessários para a participação nacional na internacionalização das transações. Participar de um sistema que cria um dinheiro internacional retira graus de liberdade na criação soberana de um dinheiro nacional que lhe seja conversível.

Havendo fragmentação das soberanias monetárias nacionais, todo sistema monetário internacional deve criar meios de distribuição de liquidez financeira para possibilitar as transações internacionais. Isto é, deve definir os meios institucionalizados através dos quais os ativos de reserva internacionais estarão disponíveis para financiar déficits em contas nacionais de bens e serviços. Se não houvesse institucionalidades financeiras internacionais, a ordem internacional de transações não poderia permanecer “aberta” por muito tempo — todo governo que se visse sem um montante extra de liquidez para financiar balanços nacionais de pagamentos, face a déficits em transações correntes de bens e serviços, veria reduzir-se abruptamente os estoques nacionais acumulados de reservas internacionais e, provavelmente, precisaria abandonar um tal sistema absurdo, “fechar suas portas” às transações internacionais.

A questão política essencial de um sistema monetário internacional é a natureza da institucionalidade que fará a distribuição da liquidez financeira compensatória para lubrificar as transações internacionais, e a que custo em termos de redução de autonomia monetária para o país que a recebe: algum tipo de instituição “pública” multilateral (ou acordos de financiamento inter-governamentais), de um lado, ou o capital financeiro internacional, de outro; ou um misto de ambos. As institucionalidades de financiamento internacional estipulam os graus de liberdade de economias e governos nacionais diante dos

resultados correntes nas contas de bens e serviços — estipulando o grau em que os compromissos de pagamentos podem ser saldados no futuro, sob que condições e contrapartidas.

Quanto menos condicionalidades e custos regularem o acesso à liquidez internacional compensatória, menor é a perda de autonomia das soberanias nacionais. É de se esperar que se a liquidez internacional fosse distribuída por instituições financeiras multilaterais apenas para estabilizar o sistema, sem intenções lucrativas (à maneira dos bancos centrais nacionais), as condicionalidades políticas impostas aos elos nacionais do sistema poderiam ser menores — em relação àquelas tipicamente exigidas por credores internacionais privados. Com efeito, um sistema monetário internacional cuja liquidez financeira é distribuída pelo capital financeiro internacional limita bastante a soberania monetária dos elos nacionais que estiverem abertos à mobilidade internacional de capitais. Os financiamentos privados são oferecidos de acordo com a confiança dos credores na capacidade dos tomadores internacionais de crédito em pagá-los — seja através de novos financiamentos, seja através de receitas nos mercados internacionais de bens e serviços. Sempre que diminua essa confiança, diminui nova disponibilidade de financiamento externo — forçando os governos a “ajustarem” os déficits correntes de seus países à menor disponibilidade de financiamento, para pagamento no futuro. Diminuindo a confiança na capacidade dos devedores de pagar no futuro, eles são forçados a pagar no presente — “ajustando-se” a essa exigência de “austeridade”.

A livre mobilidade internacional de capitais restringe a autonomia dos governos nacionais, porque a especulação financeira e cambial é o mecanismo típico de tal institucionalidade de financiamento internacional. As especulações financeiras e cambiais acentuam a imprevisibilidade das exigências de ajuste externo distribuídas a cada elo nacional do sistema internacional. Como os credores privados internacionais estão interessados mais na segurança e lucratividade de suas aplicações do que na estabilidade do sistema internacional de pagamentos, a disponibilidade de financiamento internacional repousa na confiança instável quanto à capacidade de pagamento dos endividados — e na credibilidade instável quanto aos compromissos políticos de “ajuste” externo a serem realizados por cada elo nacional do sistema, sempre que um corte de financiamento o obrigue.

Em um sistema monetário internacional, a distribuição das “disciplinas” e “austeridades” de ajuste externo aos países é uma tarefa politicamente problemática, porque não há uma autoridade política supra-nacional capaz de controlar e coordenar a fragmentação das soberanias monetárias nacionais. Diante dessa anarquia internacional, o volume de reservas internacionais disponíveis para cada elo nacional do sistema, em um sistema aberto à mobilidade internacional de capitais, depende não apenas da posição nacional na divisão internacional do trabalho, nem apenas das políticas nacionais de gestão macroeconômica — depende também dos “estados de confiança” vigentes nos mercados financeiros internacionais, diante dessas políticas, e diante dos desempenhos nacionais na divisão internacional do trabalho. Nesses termos, *aquilo que fazem as especulações contra moedas nacionais nos mercados de divisas é distribuir exigências de ajuste cambial entre os elos nacionais do sistema*. Moedas ameaçadas por especulações cambiais são sinais para que os governos por elas responsáveis sinalizem aos mercados financeiros internacionais que estão sendo (ou serão) tomadas as medidas necessárias para tentar garantir o “ajuste” externo e a estabilidade cambial — visando acalmar os ataques especulativos. Se, por exemplo, diante de renovados déficits correntes de suas economias em relação ao exterior, os governos resistirem a submeter-se às austeridades de ajuste monetário-cambial nacional (cuja exigência é sinalizada por ataques especulativos contra suas moedas, nos mercados de divisas), suas moedas provariam o “travo amargo” da perda de credibilidade nos mercados financeiros internacionais, isto é, experimentaríamos ataques especulativos ainda maiores — através de saídas de capital, contração de novos financiamentos, e piores condições de rolagem dos antigos. Afinal, o capital financeiro internacional é um senhor exigente, e vingativo quando suas exigências não são atendidas.

Se, para evitar especulações maiores, os governos respeitarem os “sinais” e as exigências políticas emitidas por especulações financeiras contra suas moedas, *são essas especulações que estão, a rigor, criando as “regras” que distribuem as exigências de ajuste entre os elos nacionais do sistema*. Como as especulações financeiras que estipulam tais “regras” exigem compromissos políticos de ajuste cambial, essas regras limitam uma volatilidade excessiva de expectativas no sistema de crédito internacional — desde que os governos se comprometam com o respeito de tais “regras”. Se, com regularidade, os governos se submeterem às exigências de ajuste

sinalizadas por especulações contra suas moedas, modera-se uma maior instabilidade e incerteza nos mercados financeiros internacionais: criam-se regras e códigos políticos e “psico-sociais” que, em alguma medida, regulam as vicissitudes da confiabilidade financeira internacional — impedindo que as expectativas do capital financeiro internacional variem tão a esmo.

Em um sistema aberto à mobilidade internacional de capitais, a criação de uma rotina quanto às regras de ajuste talvez não seja muito mais do que a criação das exigências políticas necessárias à preservação ou restauração da confiança financeira internacional — de acordo com as políticas internacionalmente tidas como “responsáveis” pelo capital financeiro internacional. Com isso, é a confiança financeira que faz as vezes de uma “autoridade” supra-nacional a monitorar, premiar ou punir os países integrantes do sistema internacional — segundo o grau de disciplina e austeridade nacional dispendida para zelar pelos compromissos de ajuste cambial que satisfazem os interesses dos portadores da riqueza financeira internacional.

Tal poder regulatório privado torna-se muito claro quando as regras monetárias internacionais estipulam a exigência de convertibilidade entre os diversos ativos creditícios que representam a liquidez monetária, de um lado, e os estoques nacionalmente acumulados de metais preciosos, de outro. Nesse caso, como passa a haver um estoque fisicamente escasso diante do qual a legitimidade internacional de uma moeda é medida, a perda de metais por parte de um Estado nacional é um sinal claro para que o capital financeiro internacional exija políticas mais “responsáveis” dos governos, mediante ataques especulativos — e, obviamente, para que cobre maiores taxas de juros para reter ativos financeiros denominados na moeda atacada.

Com efeito, a política da conversibilidade-ouro das moedas nacionais é um dos modos de constranger as soberanias dos Estados burgueses, em nome das “disciplinas” e “austeridades” de política econômica, de modo a impedir que as políticas governamentais avancem para além dos limites dos “ajustes” externos aos quais precisam se subordinar. Se satisfeitas as exigências dessas “disciplinas” de ajuste externo, satisfaz-se também o apetite dos financistas internacionais por políticas nacionais “responsáveis” e, assim, pode-se buscar preservar a legitimidade monetária internacional da moeda nacional. Se, por outro lado, os governos não

satisfizerem as exigências da “credibilidade” financeira internacional, ou se, ainda, os portadores de finanças móveis acreditarem que mesmo que as políticas de Estado se submetam a tais exigências, elas não serão suficientes para preservar a conversibilidade-ouro das moedas, as especulações financeiras contra as moedas acabam retirando-lhes a estabilidade cambial. O paradoxo de um sistema baseado na conversibilidade metálica das moedas é que sua estabilidade não depende do “lastro” metálico das moedas, mas da “credibilidade” dos governos por elas responsáveis, junto aos portadores de finanças internacionalmente móveis. Quanto menor for essa credibilidade, por diversos motivos, maior é a instabilidade do sistema monetário internacional.

\*\*\*

Sendo assim, não é correto afirmar que durante a vigência do padrão-ouro, pré-1930, o capitalismo fosse internacionalmente “auto-regulado”, como prega a visão liberal sobre a *belle époque* do *laissez faire* financeiro internacional: na verdade, a ordem econômica capitalista internacional era regulada por políticas econômicas reconhecidas como legítimas pelo capital financeiro internacional. Na medida em que a gestão da política econômica era suficientemente insularizada de pressões emanadas da política de massas, principalmente pré-1914, e em que pelo menos até a década dos planos de estabilização (os 1920s), os banqueiros eram tidos como os fornecedores e fiscalizadores das receitas (amargas mas lícitas) que levariam à estabilização monetário-cambial, os poderes de veto quanto à legitimidade das políticas econômicas nacionais eram exercidos principalmente pela instância “supra-nacional” de regulação macroeconômica global — os mercados financeiros internacionais.<sup>9</sup> O custo da integração ao sistema monetário internacional era a subordinação das políticas macroeconômicas nacionais ao arco de políticas “responsáveis” capaz de influenciar favoravelmente a disponibilidade de crédito privado internacional, impedindo as fugas de capital e as crises cambiais. O principal compromisso legítimo de política econômica era a defesa das taxas de câmbio, e as

---

<sup>9</sup>Quanto à tímida influência da política de massas na gestão das políticas econômicas nacionais, pré-1914, e como a expansão da política de massas ameaçava a insularização política de bancos centrais e policy-makers, no entre-guerras — ajudando a moldar o novo tipo de respostas nacionais à crise dos anos 30 —, ver, por exemplo Maier (1975), Einchengreen (1992), Gourevitch (1986) e, obviamente, Polanyi (1944).



exigências da legitimidade internacional das moedas eram capazes de subordinar outros objetivos econômicos governamentais — limitando seus raios de manobra de acordo com o tamanho das “restrições externas”.<sup>10</sup>

Como a internacionalização financeira retira graus de autonomia dos Estados burgueses, a noção de uma suposta “auto-regulação” monetária patrocinada pelo padrão-ouro, pré-1930, se assemelha a um mero eufemismo ideológico para a noção de liberdade financeira internacional, e a subordinação das políticas nacionais à criação de um contexto institucional favorável a ela. A subordinação das políticas monetárias e orçamentárias domésticas à preservação da estabilidade cambial internacional não pode ser considerada um tipo de “auto-regulação”: há, na verdade, uma regulação política do capitalismo voltada a fornecer um contexto institucional favorável à expansão da internacionalização de investimentos e empréstimos externos, no interior de uma ordem capitalista internacionalizada.

Política e economicamente, a institucionalização do padrão-ouro-libra esterlina como o eixo do sistema monetário internacional criado nas últimas décadas do século XIX foi fruto do interesse de diversos governos nacionais de articularem suas economias aos circuitos da internacionalização financeira. Retrospectivamente, pode parecer estranho que um período caracterizado pela expansão de conflitos nacionalistas e imperialistas tenha convivido justamente com uma maior integração financeira internacional, e não como uma fragmentação monetária nacionalista. Afinal, ao contrário do processo de internacionalização financeira do capitalismo, a utopia de liberdade comercial internacional não resistiu, no último quarto do século XIX, a interesses que lhe eram contrários — depois de mais de 30 anos de progressiva abertura comercial anti-mercantilista.<sup>11</sup> Contra o quase monopólio britânico sobre regiões coloniais economicamente atrasadas, iniciativas políticas dos Estados imperialistas passaram a partilhar vorazmente áreas de influência à escala mundial, criando zonas privilegiadas de comércio e saque, e protegendo seus próprios mercados contra os azares da concorrência internacional

---

<sup>10</sup> Sobre o padrão-ouro, ver Einchengreen & Portes (1986), Einchengreen (1989) e (1992), Aglietta (1986), Triffin (1964), Yeager (1976), Kindleberger (1973[1986]), e Polanyi (1944).

<sup>11</sup> Para os “trinta anos gloriosos” do liberalismo comercial no séc. XIX, ver Polanyi (1944) e Hobsbawn (1975).

— em uma escalada do “imperialismo” e do “protecionismo”.<sup>12</sup> O último quarto do século XIX viu também uma maior concorrência financeira internacional — que não chegava a ameaçar a primazia da City de Londres<sup>13</sup> —, mas os fluxos internacionais de capitais não sofreram entrave político similar ao protecionismo no mercado de bens. É politicamente significativo que o “fechamento de portas” internacionais não tenha afetado os fluxos de capital, mantendo uma ordem monetária liberal: os financistas internacionais não viram a fragmentação de soberanias políticas se colocar como obstáculo a seus negócios até à eclosão da Grande Guerra, em 1914.

Havia um motivo político-econômico claro para a decisão soberana de integrar-se ao padrão-ouro, já seguido pela Grã-Bretanha: além de facilitar a realização de qualquer tipo de transação internacional, financiada ou não, atrelar-se ao padrão-ouro era uma condição de maior participação nos circuitos financeiros internacionais. Participar da internacionalização de investimentos e empréstimos era mais fácil onde se seguisse uma regra estável de conversibilidade entre a moeda nacional e os demais dinheiros internacionais. O padrão-ouro não apenas fornecia uma regra de estabilidade cambial, já experimentada pelo bloco monetário articulado em torno à libra esterlina, como o próprio fato de ser utilizado pela Grã-Bretanha era um poderoso estímulo à sua difusão: o acesso aos capitais britânicos seria facilitado pelo compromisso político de preservação da estabilidade cambial vis-à-vis a libra esterlina. Por outro lado, o compromisso com a estabilidade cambial implicava em uma maior previsibilidade às políticas monetárias e orçamentárias que poderiam ser seguidas pelos membros do sistema de conversibilidade. Isso era fundamental para o capital financeiro internacional; logo, a estratégia de articular politicamente os interesses de investidores e financistas internacionais ao espaço nacional exigia o compromisso com a estabilidade cambial — a ameaça de desvalorização e instabilidade monetária, ou ainda de desordem orçamentária, afugentaria o capital financeiro internacional da moeda em questão. Além disso, a decisão de participar do padrão-ouro acabava sendo impôsta aos recalcitrantes, à

---

<sup>12</sup>Sobre essa escalada, ver, por exemplo, Cohen (1973), Gourevitch (1986) e Hobsbawm (1987).

<sup>13</sup>Uma ilustração clara dessa primazia é que, do final de 1913, nada menos que sete bancos centrais estocavam reservas de ouro maiores que as das autoridades britânicas — o que exprime a confiança internacionalmente granjeada pela Libra esterlina e por sua conversibilidade em ouro: Yeager (1976), p. 299-306.

medida em que o número de países articulados ao padrão aumentava — e se tornava uma decisão mais factível, à medida em que novas descobertas expandiam o volume físico de ouro pós-1870, afastando as ameaças de excessivas “dores deflacionárias” aos países que resolvessem integrar o sistema.<sup>14</sup>

As vantagens em participar dos circuitos da internacionalização financeira, entretanto, eram assimétricas, naturalmente. Na ótica dos governos dos países estruturalmente líquidos, i.e., superavitários em transações correntes de bens e serviços, a credibilidade do câmbio-ouro de suas moedas garantia a elas o status de reservas internacionais de valor seguras, nas quais poderiam repousar os excedentes financeiros dos capitalistas internacionais. Se suas moedas fossem os esteios de títulos financeiros internacionais nelas denominados, os juros pagos pelos empréstimos trariam rendas externas a esses países — que melhorariam cumulativamente suas posições internacionais e aumentariam sua liberdade de gastos internacionais. Em uma época que acentuou a competição imperialista internacional, essa maior liberdade de gastos no estrangeiro era um recurso estratégico crucial. Para alcançá-lo, era preciso concorrer com e diminuir a dependência em relação ao sistema financeiro londrino. Logo, defender a posição estratégica de uma moeda forte como unidade de denominação de patrimônios financeiros internacionais era um objetivo estratégico fundamental dos Estados europeus mais fortes. Naquele contexto, esse objetivo significava comprometer-se religiosamente com o padrão-ouro.<sup>15</sup>

Em virtude de sua dependência por mercados e fontes externas de

---

<sup>14</sup>Para um cronograma da entrada de diversos países no padrão-ouro, pós-1870, ver Yeager (1976), cap.15.

<sup>15</sup> “Uma razão para decisão de adotar o padrão-ouro era o desejo de impedir a inflação que resultaria da preservação da cunhagem e conversibilidade da prata (...) Ainda assim, o exemplo britânico certamente injetou o ânimo necessário para que se tomasse o rumo finalmente escolhido. A experiência da Latin American Union impressionou aos seus contemporâneos, pelas vantagens de um padrão monetário comum em minimizar custos de transação. O escopo para um padrão comum seria maior para os países que unissem suas moedas à libra esterlina. O padrão-ouro também era atraente para interesses domésticos voltados à promoção do crescimento econômico. A industrialização exigia capital estrangeiro, e a atração de capital estrangeiro exigia estabilidade monetária. Para a Grã-Bretanha, a fonte principal de capital estrangeiro, a estabilidade monetária era medida em termos de libra esterlina, e era melhor garantida se os demais países acompanhassem a Grã-Bretanha no padrão-ouro. Além do mais, o quase monopólio do crédito comercial pela City de Londres era uma preocupação para os outros governos, que esperavam poder diminuir sua dependência do mercado financeiro londrino ao estabelecer bancos centrais e paridades em relação ao ouro (...) os demais governos esperavam que, ao imitar o padrão-ouro e o sistema financeiro da Grã-Bretanha, eles poderiam assegurar uma parcela desse grande negócio”: Einchengreen (1989), pp. 278-9. Ver também Feis (1930) e Cameron & Bovykin (orgs.) (1991), sobre o processo de internacionalização financeira pré-1914, a partir da ótica dos diversos países integrados nos circuitos financeiros internacionais.

financiamento, na ótica dos governos dos Estados soberanos da periferia capitalista — que, ao menos em tese, podiam escolher entre entrar ou não na regra da conversibilidade fixa em relação à libra esterlina —, também havia vantagens em participar dos circuitos financeiros internacionais. Dada a posição dependente na divisão internacional do trabalho, a liberdade de gastos externos de suas burguesias exportadoras aumentava sempre que seus países recebessem fluxos abundantes de capital estrangeiro. Enquanto recebessem capitais externos em abundância, os países periféricos podiam incorrer em déficits na balança de bens e serviços por um prazo mais longo: o padrão-ouro não operava segundo o funcionamento mítico associado à teoria monetária de David Hume<sup>16</sup>. Isto é, os déficits externos não eram “reequilibrados” automaticamente através do efeito das entradas e saídas de ouro sobre o nível de atividade dos países e, portanto, sobre sua balança de bens e serviços. Segundo esse funcionamento mítico, saídas de ouro derivadas de déficits externos levariam a declínios de atividade que automaticamente eliminariam o déficit, e vice-versa quando ocorressem superávits.

Na realidade, a existência de capitais externos de risco e empréstimo que financiavam os déficits de bens e serviços liberava os governos dos países periféricos, pelo menos a curto ou médio prazo, da necessidade de gerar superávits comerciais forçados — como automaticamente supõe o funcionamento mítico do padrão-ouro. Uma clara evidência disso é que não havia grandes diferenças no timing dos ciclos econômicos entre países com superávits correntes e países com déficits correntes: havia uma tendência à sincronia internacional dos períodos de crescimento econômico, da qual participavam mesmo os países com déficits nas contas de bens e serviços — enquanto fossem tributários de exportações de capitais desde os países estruturalmente superavitários. Isto é, nos períodos globais de crescimento, não operavam, por definição, os “reajustes” das posições cambiais entre os países superavitários e deficitários, mediante diferenciais de níveis de atividade, supostos pelo mito da operação assíncrona, e simétrica, do padrão-ouro. Quando chegavam os ciclos de contração econômica global, orquestrados pelos bancos centrais dos países exportadores de capital por causa do “amor pelo ouro” sentido pelo capital financeiro internacional, a contração do crédito internacional afetava

---

<sup>16</sup> Sobre esse funcionamento mítico, ver Humphrey (1974), Triffin (1964), pp.336-337, Yeager (1976), pp.303-4, 307-9, e Einchengreen (1992), pp.32-42.

em cheio as possibilidades de crescimento dos países periféricos mas, em muito menor medida, também a dos próprios países exportadores de capitais, como se verá.<sup>17</sup>

Com efeito, os circuitos financeiros internacionais possibilitavam uma reciclagem internacional de superávits cambiais em direção aos países “absorvedores de fundos” da periferia capitalista. O que variava para além do controle dos países periféricos era o volume de liquidez financeira externa que lhes era disponível, e as taxas de juros que eram cobradas. Se possível, cabia aos endividados se ajustar a essa variação das condições externas de crédito — quando não era possível, aconteciam as recorrentes desvalorizações cambiais e/ou moratórias tão características do padrão-ouro, para esses países. De todo modo, o próprio financiamento externo aumentava a capacidade de exportação das economias periféricas, ao funcionar como um dos principais instrumentos de integração das mais diversas regiões à crescente economia-mundo pós-Revolução Industrial. Não surpreende que os interesses financeiros se imiscuissem intimamente inclusive nas malhas diplomáticas que enredavam essa economia-mundo — naquele contexto institucional, era difícil resistir às exigências de sua “credibilidade”.<sup>18</sup>

\*\*\*

Apesar das assimetrias monetárias e das crises isoladas que pontuavam o funcionamento do padrão-ouro, o sistema monetário internacional funcionou com relativa estabilidade pré-1914 — não houve nada parecido com a grande crise financeira e comercial que abalou o capitalismo internacional na década de 1930. Isso acontecia porque pelo menos para os países que tocavam os principais instrumentos monetários da orquestra internacional, havia grande coordenação de políticas econômicas — a partir dos movimentos de batuta da Grã-Bretanha. Com isso, os riscos de câmbio que as principais moedas experimentavam jamais foram irresistíveis, pois o capital financeiro internacional confiava quase religiosamente nos compromissos políticos dos governos dos principais países com a preservação

---

<sup>17</sup> Essa é uma das principais teses de Triffin (1964).

<sup>18</sup>A relação entre finanças internacionais e diplomacia, antes de 1914, é investigada pelo ótimo livro de Feis (1930).

do câmbio-ouro de suas moedas, custasse o que custasse. E, efetivamente, os principais bancos centrais — liderados pelas políticas do Bank of England — tomavam religiosamente as medidas necessárias para preservar o compromisso com o ouro. Como essas medidas eram geralmente aquelas que o capital financeiro internacional esperava que fossem tomadas, não havia movimentos especulativos irresistíveis contra as moedas principais — além daqueles que sinalizam aos bancos centrais a necessidade de tomar as medidas “responsáveis” para conter movimentos especulativos maiores. E quando crises mais violentas não eram resolvidas pelos ciclos monetários e políticos rotineiros, operações cooperativas de salvamento faziam as vezes de um lender of last resort internacional.<sup>19</sup>

Para os países de moeda mais fraca, a violência e o prolongamento de suas crises cambiais não dependiam somente das vicissitudes de seus mercados de exportação de bens. Sua dependência financeira internacional se expressava no fato de que a estabilidade de suas moedas dependia crucialmente das dificuldades temporárias pelas quais os países principais passavam para restaurar sua própria bonança cambial. Com efeito, a duração do ciclo de expansão creditícia internacional — que favorecia os países dependentes de fundos externos — não dependia fundamentalmente das necessidades de financiamento dos países importadores de capitais. A expansão do crédito dependia, no limite, das possibilidades limitadas de expansão da liquidez monetária internacional, resultantes da “fome execrável de ouro”, e que constrangiam a gestão monetária dos países exportadores de capitais.

Uma relação de crédito sempre representa uma transferência para o presente, do credor para o devedor, de um poder de compra que só estaria disponível no futuro. É a promessa de gerar renda futura que é o “lastro” do poder de compra criado em cada empréstimo — é preciso acreditar que o empréstimo passa ser pago, se a promessa não se frustrar. Caso não fosse limitado por uma base escassa de metais, um ciclo de expansão creditícia se prolongaria até que diminuísse a

---

<sup>19</sup>Ver Eichengreen (1992), caps. 1 e 2; e também (1987), pp. 300-304; pré-1914, não é verdade que as funções de lender of last resort estivessem a cargo apenas da nação “hegemônica”, isto é, a Inglaterra, como parece ser uma das condições da estabilidade de um sistema monetário internacional na visão de C. Kindleberger (1973[1986]) e (1978). Na verdade, a Inglaterra foi mais um borrower of last resort dependente de empréstimos alheios nas grandes crises de 1873, 1890 e 1907. As condições de ajuste a curto e médio prazo eram a coordenação de políticas econômicas, liderada pela Inglaterra, nos períodos de estabilidade, e a cooperação emergencial para o fornecimento conjunto de reservas, nos momentos de crise cambial intensa. Nestes momentos, mesmo o poder monetário da nação hegemônica não era suficiente para debelar a crise.

confiança na rentabilidade futura dos projetos a financiar e/ou até que o portfólios bancários ultrapassassem certas margens convencionais de segurança e risco. Mesmo nesse caso, no entanto, a reversão da confiança coletiva e o aumento da “preferência pela liquidez” dos financistas e investidores diminuiria o nível de gastos, elevaria as taxas de juros e poderia levar a crises financeiras — pelas dificuldades de pagamento reveladas pelos devedores. No pré-guerras, essa preferência pela liquidez se manifestaria como um “amor pelo ouro”, já que o vil metal era a forma por excelência de preservação da riqueza patrimonial burguesa.

Não obstante, como o ouro era um metal muito escasso, a reversão da confiança coletiva e a conseqüente “corrida para o ouro” acentuavam a tendência do capitalismo de, ciclicamente, queimar patrimônios produtivos, comerciais e financeiros, através da falências das firmas e das crises dos bancos — em cada reversão de um ciclo de expansão creditícia. Acontece que o padrão-ouro, apesar de seu nome, não era um sistema baseado no lastro, mas no crédito: as moedas não eram uma mera denominação simbólica de iguais volumes de ouro, na base de 1 para 1. A legitimidade metálica das moedas-reserva era baseada no crédito — na confiança de que elas poderiam ser conversíveis em ouro, apesar de não seguirem um lastro absoluto em relação a ele.

A manifestação mais clara disso é que as moedas mais confiáveis eram as que menos “testadas” eram — os estoques de ouro da Grã-Bretanha eram, em valores absolutos, menores, por exemplo, que os da Argentina na virada do século.<sup>20</sup> Com isso, a expansão da liquidez monetária global não era dependente da emissão de moedas “lastreadas” metalicamente. A expansão monetária internacional era dependente, ciclicamente, da expansão do crédito internacional. No entanto, a legitimidade cambial dessa expansão creditícia cíclica dependia da confiança em que os ativos monetários criados ad hoc pelo sistema internacional de crédito poderiam ser conversíveis em ouro. Como os estoques físicos de ouro não se expandiam no mesmo ritmo da expansão creditícia internacional, era praticamente inevitável que o ciclo de expansão do crédito fosse encurtado pelo amor dos rentiers internacionais pelo ouro — independentemente das necessidades financeiras dos projetos que vinham sendo financiados. Como o capitalismo tendia a expandir-se para além do

---

<sup>20</sup>Ver Yeager (1976), p.299.

que o amor pelo ouro podia permitir, o encurtamento monetário de seus ciclos de expansão ocorria sempre que uma “corrida para o ouro” acontecesse, i.e., sempre que os rentiers sentissem seus patrimônios financeiros ameaçados pela pressão, exercida por um crescimento econômico “excessivo”, contra a taxa de câmbio-ouro das moedas nas quais seus patrimônios eram denominados.

No contexto da conversibilidade metálica das moedas-reserva, pré-1914, o ciclo global e coordenado do crédito era encurtado pelas restrições cambiais experimentadas ciclicamente pelos países exportadores de capitais. Os países exportadores de capitais eram responsáveis pela conversibilidade metálica de suas moedas-reserva, mas a credibilidade de suas moedas era afetada pelo fato de serem o veículo de expansão creditícia internacional. Logo, a expansão do crédito internacional era limitada pelas exigências da conversibilidade metálica das moedas dos países exportadores de capitais. Os países exportadores de capitais experimentavam suas restrições cambiais, tipicamente, no pico do ciclo de expansão creditícia internacional, sempre que essa expansão fosse vista pelo capital financeiro internacional como excessivamente prolongada — por ter expandido a liquidez monetária para além da credibilidade e capacidade de garantir sua conversão vis-à-vis os estoques físicos escassos de ouro.

Assim, no pico da expansão creditícia internacional, os bancos centrais dos países exportadores de capital — liderados pelo Bank of England — eram obrigados a aumentar suas taxas básicas de redesconto de ativos financeiros de curto prazo (no assim chamado “mercado monetário”), de acordo com os graus de liberdade abertos pelo compromisso político com a conversibilidade metálica de suas moedas. A elevação das taxas de redesconto costumava provocar elevações gerais no espectro de taxa de juros dos mercados financeiros internacionais, porque eram uma sinalização clara do compromisso dos países fortes com a conversibilidade metálica de suas moedas. Essa limitação metálica da liquidez internacional encurtava o ciclo de expansão creditícia e aumentava os juros e a preferência do capital financeiro internacional pelas moedas de maior qualidade (principalmente a libra esterlina), contendo a corrida contra as moedas-reserva. Às vezes, a mera antecipação de que as taxas de juros seriam aumentadas era suficiente para que o capital financeiro internacional voltasse às praças européias de origem, o que, de quando em vez, também chegava a liberar os bancos centrais europeus da necessidade de aumentar



as taxas básicas de desconto.<sup>21</sup>

Se a elevação da taxa de desconto nos países exportadores de capitais faziam reabsorver capitais especulativos, esse movimento global de reajuste de posições cambiais, por outro lado, ameaçava a estabilidade cambial dos países importadores de capitais. Isso era inerente ao caráter assimétrico das pretensões regulatórias do padrão-ouro: sua regra cambial exigia a conversibilidade metálica das moedas, mas sem garantir que haveria estoques suficientes de ouro para que todas as moedas usufruíssem, simultaneamente, da “credibilidade” financeira internacional — mesmo que os governos por elas responsáveis estivessem dispostos a se submeter às exigências de “austeridade” que a busca da credibilidade impunha.<sup>22</sup> Ora, como mesmo durante uma crise de crédito não se pode criar ouro do nada, pouco podia ser feito para evitar que a crise financeira global levasse à bancarrota pelo menos alguns dos elos mais fracos do sistema e, com eles, alguns dos financistas que lhes haviam adiantando empréstimos.

Como, nas conjunturas de contração creditícia, os estoques internacionais de ouro eram suficientemente escassos para impedir que todas as moedas do sistema tivessem liquidez internacional, a competição pela qualidade internacional das moedas era, obviamente, vencida pelos países exportadores de capitais dispostos a restaurar sua credibilidade cambial. Não obstante, o tamanho da contração creditícia global dependia do grau de dificuldade experimentado na restauração da credibilidade metálica das moedas desses países exportadores de capital. Como o risco cambial de suas moedas não era tão grande ao ponto de exigir uma elevação brutal das taxas de juros cobradas, em seus mercados monetários, pelo desconto de títulos financeiros de curto prazo, a elevação dos juros pagos em troca da credibilidade financeira internacional de suas moedas não chegava a ameaçar o

---

<sup>21</sup> Esse processo é conhecido como “especulação estabilizante”.

<sup>22</sup> Esse é um ponto desconsiderado por visões excessivamente “politicistas” da questão da credibilidade, como, por exemplo, a de Eichengreen (1994). Esse ponto será melhor discutido no próximo capítulo, onde se argumentará que, independentemente de um compromisso político bi-partidário crível com a preservação da taxa de câmbio de libra esterlina, a Grã-Bretanha foi incapaz de deixar de sofrer ataques especulativos recorrentes contra a libra esterlina, praticados pelos próprios interesses que eram mais que defendidos pelo padrão de condução das políticas macroeconômicas britânicas, no pós-guerra. Isto é, para além da intenção politicamente manifesta de comprar sua “credibilidade” junto ao capital financeiro internacional, a capacidade que um governo tem de comprá-la depende, obviamente, das informações sobre a evolução estrutural (superavitária ou deficitária) das demais contas de seu balanço de pagamentos, informações essas que o “mercado” não deixa de incorporar ao decidir o preço que pode cobrar pela “credibilidade” que oferece ao governo ou, inversamente, ao decidir quando é um mal negócio vender qualquer credibilidade ao governo.

capitalismo global com custos recessivos gigantescos e com uma débaçle financeira generalizada — como fez, ao contrário, a brutal restrição da liquidez externa a partir do final dos anos 20.<sup>23</sup>

Sendo assim, o movimento global de reajuste de posições cambiais que se seguia ao ciclo de expansão creditícia não criava crises financeiras gerais, pré-1914 — apesar de que a limitação de meios de liquidez metálicos que não podiam ser criados ad hoc sempre fazia com que nem todos conseguissem trocar os títulos financeiros pelo vil metal para o qual se corria, nas crises. De todo modo, é verdade que a contração da liquidez internacional que se seguia à reversão da expansão do crédito não era tão violenta como a que seria verificada posteriormente, no final dos anos 20. Depois de resolver seus constrangimento cambiais, os governos dos países exportadores de capitais — liderados pela Inglaterra, antes de 1914 — tomavam as medidas necessárias para preservar a estabilidade econômica da ordem burguesa internacional.

Com efeito, o Bank of England gerenciava a taxa cobrada pelo redesconto de títulos financeiros de curto prazo de modo a voltar a relaxar a contração creditícia — assim que essa contração se mostrasse suficiente para sufocar as pressões cambiais contra a libra, que emergiam no pico da expansão prévia do crédito. Para os países

---

<sup>23</sup>A visão de Keynes a respeito dos efeitos recessivos da competição por ativos internacionais de reserva excessivamente escassos será discutida no capítulo IV — essa competição recessiva foi uma das mais claras características do período de entre-guerras, e era uma das “lições” que foram levadas em conta nas suas propostas nos acordos internacionais de Bretton Woods, que, em 1944, prepararam linhas gerais para a ordem monetária internacional do pós-guerra: não seria politicamente “prudente” repetir tamanha escassez de liquidez monetária internacional pós-1945. Talvez não fosse mesmo, dado o ódio que os operários, principalmente marxistas, e a pequena burguesia, sempre devotaram aos banqueiros. Marx, como lhe era característico, também chegou a analisar com brilhantismo o modo como a regra de câmbio-ouro da moeda, para satisfazer a “auri sacra famis”, se articulava com as crises financeiras na Grã-Bretanha — mostrando como não havia ameaças de destruição geral do sistema de crédito desde que o Bank of England burlasse a famigerada lei bancária de 1844, que exigia lastro metálico absoluto das notas bancárias para além de um limite previamente estipulado: Marx (1894), ed. Engels, Vol. IV, pp.291-313, 325-328, Vol. V, pp.20-24, 38-43, 57-63, e caps. 34-35. Nas grandes crises, o Bank of England sempre acabava burlando a legislação bancária de 1844, para evitar crises ainda maiores. Observe-se o tom da indignação de Marx em relação à lei de 1844: “Em tempos de aperto, em que o crédito se contrai ou cessa por inteiro, o dinheiro surge repentinamente como o único meio de pagamento e como verdadeira existência do valor — em confronto absoluto com as mercadorias. Daí a desvalorização geral das mercadorias, a dificuldade e até a impossibilidade de transformá-las em dinheiro, que nada mais é que a própria forma puramente fantástica das mercadorias. Além disso, o próprio dinheiro de crédito só é dinheiro na medida em que, no montante de seu valor nominal, representa o dinheiro real. Mas uma drenagem de ouro torna problemática sua conversibilidade em dinheiro, isto é, sua correspondência com o ouro real. Daí advêm medidas coercitivas, elevação das taxas de juros, etc., para assegurar as condições dessa conversibilidade. Isso pode ser levado mais ou menos ao extremo por uma legislação errada, baseada em falsas teorias monetárias, e imposta à nação pelo interesse dos traficantes de dinheiro...”; e “o sistema de crédito, que tem seu núcleo nos pretensos bancos centrais e nos prestamistas e usurários a seu redor, constitui uma enorme centralização que dá a essa classe de parasitas um poder fabuloso, não só de dizimar periodicamente os capitalistas industriais, como de intervir da maneira mais perigosa na produção real — e este bando nada entende de produção, e nada tem a ver com ela. As leis de 1844 e 1845 são provas do crescente poder desses bandidos...”: p. 40-41, e p.63. Lembre-se que, nos tempos de Marx, o Bank of England ainda era uma instituição privada; como será discutido no próximo capítulo, sua estatização em 1945 não alterou radicalmente os interesses com os quais se articulava.

exportadores de capitais, a contração creditícia internacional significava a diminuição da saída de capitais em busca de aplicações no exterior, e essa contração temporária era necessária — e na maioria das vezes suficiente — para defender a posição externa de suas moedas. Como essa contração creditícia gradualmente lhes liberava de preocupações com a estabilidade cambial de suas moedas, a ampliação de seus raios de manobra na defesa da conversibilidade permitia que seus bancos centrais voltassem a relaxar as condições de redesconto nos mercados monetários — incentivando nova recuperação do crédito internacional e aliviando a situação cambial dos países mais dependentes de financiamento externo.

Logo, a rapidez com que a crise cambial dos países dependentes de financiamento externo era aliviada, antes de 1914, dependia da rapidez com que os países exportadores de capitais restauravam a credibilidade na conversibilidade metálica de suas moedas, depois da reversão da expansão creditícia. Assim que os países exportadores de capitais passassem a reter a liquidez necessária para restaurar sua bonança cambial, a diminuição dos riscos de câmbio de suas moedas permitia que seus bancos centrais coordenadamente agissem para deter o perigoso aprofundamento da contração creditícia — reduzindo a taxa de redesconto no acesso às suas reservas monetárias.

Dessa maneira, a contenção creditícia não era levada ao ponto da ruptura dos circuitos internacionais de crédito e da recessão prolongada e generalizada. A ação coordenada dos principais bancos centrais impedia que a crise fosse intensificada ao ponto de aprofundar-se em depressões — a expansão da liquidez internacionalmente disponível reduzia gradualmente as tensões financeiras na ordem burguesa internacional. No pré-guerras, integrados os mercados financeiros internacionais, o processo de reorganização de posições cambiais passava primordialmente pelos fluxos dos mercados financeiros de curto e longo prazos — muito mais do que pelos mercados de bens e serviços.

\*\*\*

Se, antes de 1914, o padrão-ouro funcionava sem levar as crises creditícias até ao ponto de uma verdadeira devastação econômica internacional, o mesmo não é verdade para período do entre-guerras. O período do entre-guerras, entretanto, não

pode ser considerado como uma “excepcionalidade” no funcionamento “típico” do padrão-ouro. É verdade que certas condições históricas específicas explicam a severidade da crise de crédito internacional a partir do final dos anos 20. No entanto, essas circunstâncias específicas apenas levariam ao paroxismo certas virtualidades inscritas nas próprias pretensões regulatórias inerentes ao princípio monetário do padrão-ouro.

Como já argumentado, o padrão-ouro nunca foi um sistema de lastro metálico, mas um sistema de crédito. A legitimidade do crédito, no entanto, dependia da pretensão regulatória de que as decisões de gasto não criassem uma oferta de crédito muito divergente do lastro metálico internacional — a ponto de garantir o câmbio-ouro das moedas. Essa “prudência” metálica violentava a própria lógica do sistema de crédito, porque a criação do dinheiro de crédito tem como “lastro” a promessa de receita futura dos projetos financiados, e não uma renda prévia ou qualquer estoque pré-fixado, metálico ou não. Enquanto o ciclo de crédito permanecia confiável e se expandia, a criação de ativos financeiros se efetuava como se não dependesse de um “lastro” metálico — como realmente não depende, enquanto tal. No entanto, era precisamente a expansão monetária dos períodos de estabilidade creditícia que preparava o terreno para a severidade da crise posterior — ao acentuar a divergência entre as moedas creditícias criadas e os estoques metálicos acumulados. Nas crises creditícias características de um padrão-ouro, a pretensão regulatória de exigir correspondência entre o crédito e o metal se exprimia como “expurgo” da liquidez “excedentemente” criada. Para a defesa do câmbio-ouro, parcelas dos ativos financeiros que criaram liquidez para além do “lastro” das reservas metálicas deviam ser queimados em crises, tornando-se ilíquidos sem que bancos centrais lhes conferissem liquidez compensatória — que estivesse além dos limites do crédito internacional de cada banco central.

Com efeito, o padrão-ouro impunha uma âncora que restringia a liberdade de ações dos bancos centrais — onde existissem<sup>24</sup>. É difícil conciliar a preocupação com a estabilidade do sistema bancário, de um lado, e a manutenção do padrão metálico instituído, de outro. A dificuldade da reconciliação, obviamente, se exprimia com particular intensidade nas crises. Para moderá-las, o banco central, em tese, não

---

<sup>24</sup>Antes de 1914 não seriam encontrados bancos centrais fora da Europa; mesmo os EUA só inauguraram seu banco central em 1914. Isso manifesta as assimetrias que eram características do Padrão-Ouro: ver Aglietta (1986), pp. 49-53, e Einchengreen (1992), p.11 e 55-58.

deveria seguir os instintos de um banco privado, isto é, não poderia competir por reservas monetárias escassas, negando-se a emprestá-las justamente quando os bancos privados tendiam a fazer isso. No entanto, o funcionamento do padrão-ouro fazia com que a reorganização global de posições cambiais, ao final de um ciclo de expansão creditícia global e coordenado, passasse precisamente pela competição internacional por reservas metálicas insuficientes para conferir liquidez a todas as moedas do sistema. A condição de estabilidade bancária é que os bancos centrais não deixassem de redescontar uma diversidade de títulos financeiros, nas crises — deveriam, aliás, redescontá-los com liberalidade —, mas o padrão-ouro exigia que governos e bancos centrais competissem entre si pelo escasso atributo metálico que conferia legitimidade internacional às moedas ou, então, que cooperassem apenas para evitar a crise cambial de algum peso-pesado do sistema, que poderia arrastar os demais em sua crise<sup>25</sup>.

Os governos competiam pelas reservas escassas de liquidez internacional não apenas através de renovados compromissos com a disciplina e “enxugamento” orçamentário de seus aparelhos de Estado, mas também com a elevação das taxas de desconto cobradas pelos bancos centrais, nos mercados monetários nacionais — precisamente o inverso do que poderia moderar a crise bancária. Nos períodos de crise, as necessidades de liquidez extra do sistema bancário eram consideráveis, mas os bancos centrais não podiam satisfazê-las com liberalidade — a menos que sacrificassem a conversibilidade-ouro de suas moedas. Dado o amor pelo ouro dos rentiers internacionais, era preciso deixar que a crise eliminasse certo número de ativos financeiros e produtivos, aprofundando a crise do crédito, levando a calotes que, no limite, ameaçariam a própria solvência dos sistemas financeiros. Quando a crise ameaçava assumir tais proporções, naturalmente, a livre conversibilidade-ouro era temporariamente interrompida, para possibilitar o saneamento dos títulos financeiros. A severidade dessas crises, entretanto, era inerente à própria pretensão regulatória característica do princípio monetário do padrão-ouro.

Antes de 1914, as crises creditícias não se intensificaram tanto porque o risco cambial das moedas dos países exportadores de capital era tão assimétrico, em relação às moedas dos países importadores de capitais, que a competição pela

---

<sup>25</sup> Ver nota 19.

liquidez internacional escassa era rapidamente vencida pelos primeiros.<sup>26</sup> Isso provocava intensas dificuldades financeiras para os países importadores de capitais mas, simultaneamente, era uma condição cambial para que os bancos centrais responsáveis pelas moedas fortes passassem a cuidar da estabilidade creditícia internacional — relaxando as condições de acesso ao redesconto de notas bancárias e letras comerciais. Ainda antes da guerra, no entanto, a competição internacional pelo metal escasso ia progressivamente se tornando mais violenta. À medida em que crescia o tamanho da economia norte-americana, aumentava o volume internacional de ouro que ela absorvia ciclicamente: todo outono (setentrional), o aumento da demanda americana por moeda e crédito encontrava uma oferta interna pouco elástica, de modo que só podia ser satisfeita com imensas importações de ouro. Enquanto em 1897 os USA absorviam 15% do estoque internacional de ouro, de 1907 a 1914 já absorviam praticamente 25%.<sup>27</sup>

À medida em que a competição pelos ativos internacionais de reserva se tornasse mais acirrada, as elevações necessárias das taxas de juros poderiam impôr custos recessivos imensos à economia internacional. A elevação dos juros necessária para defender taxas de câmbio poderia romper em demasia os circuitos do crédito internacional — levando ao paroxismo as tendências de contração da liquidez creditícia “excedente”, metalicamente falando, que eram inerentes ao padrão-ouro. Se assim que elevações das taxas de juros, ainda que imensas, não garantissem que a credibilidade internacional fosse recuperada, exigindo juros ainda maiores, os sistemas de crédito bancário poderiam não mais caber dentro das exigências da “execrável fome de ouro”. E, nesse caso, não seria surpreendente se vários Estados soberanamente declinassem da participação no padrão-ouro internacional.

Vários processos acentuaram o risco de câmbio de diversas moedas no período de entre-guerras, acentuando a sensibilidade dos financistas internacionais à possibilidade de desvalorização cambial e, portanto, tornando mais difícil comprar-lhes a credibilidade. Em primeiro lugar, a guerra fortaleceu bastante o balanço de pagamentos dos USA, enquanto enfraqueceu o das demais nações. A melhoria da competitividade industrial americana uniu-se ao seu já excepcional potencial

---

<sup>26</sup> Como já observado, os países importadores de capitais possuíam sistemas bancários rudimentares, sem bancos centrais, se submetendo, em posição dependente, às vicissitudes do crédito externo alheio.

<sup>27</sup> Ver De Cecco (1974). Ver dados em Einchengreen (1992), pp. 55-58.

agrícola para criar um volumoso superávit comercial, enquanto as necessidades de importações de bens e capitais dos países do palco europeu de batalha eram atendidas primordialmente pelos USA — criando uma grande posição credora da economia americana em relação ao resto do mundo. Os lucros dos empréstimos ao exterior reforçavam ainda mais a conta de bens e serviços, criando uma grande assimetria cambial entre os USA e o resto do mundo. Dada essa assimetria, a posição externa dos demais países só possibilitaria a defesa de suas moedas no mercado de câmbio enquanto recebessem o influxo de grande volume de capitais desde os USA. Com efeito, em meados da década de 20 a integração monetária internacional só havia se mostrado novamente factível porque o mundo era tributário de uma grande disponibilidade de crédito internacional, emanada dos USA. Se os empréstimos americanos deixassem posteriormente de expandir a disponibilidade de liquidez internacional, a fragilidade das posições externas dos demais países seria subitamente revelada. Nesse caso, os países dependentes dos capitais americanos precisariam que seus bancos centrais restringissem o crédito interno, enquanto seus governos deveriam contrair o “gasto público” para ajudar a defender a taxa de câmbio de suas moedas, diante das inevitáveis perdas de ouro e divisas internacionais. Seus bancos centrais e governos deveriam unir-se no objetivo de elevar os juros e contrair gastos, para melhor competir contra outros bancos centrais e governos que também estariam lutando pela “execrável fome de ouro” — mesmo que a concorrência de mútuas deflações gerasse uma recessão global que contraísse, simultaneamente, as receitas externas de todos os elos do sistema.<sup>28</sup>

Os perigos de um processo “coordenado” de contração creditícia eram ainda maiores porque a praça financeira nova-iorquina patrocinara um boom creditício muito intenso para países cujas exportações variavam rapidamente de preço, de acordo com as vicissitudes dos mercados internacionais. Arriscados títulos de dívida foram comprados, por exemplo, na América Latina — aproveitando booms especulativos e a publicidade quanto às perspectivas econômicas desses “mercados emergentes”. Também foi financiada a reconstrução da indústria, da agricultura, da infra-estrutura e da capacidade de importação dos países da Europa Central e Oriental — mas em vários dos Estados nascidos da fragmentação do Império Austro-

---

<sup>28</sup> Sobre as instabilidades do entre-guerras, ver, principalmente, Einchengreen & Portes (1986), Einchengreen (1989) e (1992), Kindleberger (1973[1986]), Aglietta (1986), e Polanyi (1944).

Húngaro, um movimento de excessiva segmentação e especialização bancária comprometeu o destino dos bancos às vicissitudes de setores, regiões e mercados de exportação muito específicos: pôr os ovos em uma única cesta, no entanto, é uma estratégia mais arriscada que diversificar aplicações. As reparações de guerra, por sua vez, enfraqueceram a posição externa da Alemanha de Weimar, tornando-a muito vulnerável a choques externos, diretos ou indiretos —através dos países a seu redor—, e exigindo políticas que restringiam o crescimento interno de seu mercado para exportações alheias. Tudo isso acentuava o risco sistêmico de eventuais choques de preço nos mercados internacionais de bens, serviços e capitais.

As potenciais instabilidades financeiras internacionais, no entanto, não eram criadas apenas nas franjas do sistema, mas também nos países que mais influenciavam sua dinâmica. A própria inexperiência do banco central americano na regulação da estabilidade creditícia internacional poderia pô-la a perder — se, por exemplo, a busca de objetivos monetários internos se realizasse sem consideração de seus efeitos sobre o sistema monetário internacional. Um outro fator internacional viria a acentuar os efeitos da inexperiência americana no manejo das condições internacionais de crédito, dada a assimetria cambial estrutural criada com a I Guerra. Diversas moedas tiveram seu risco cambial acentuado em função do grande desalinhamento das paridades cambiais estabelecidas no entre-guerras.

Vários fatores dificultaram a tarefa de coordenação na definição das taxas de câmbio entre as moedas, e entre elas e a onça do ouro: a explosão inflacionária ao final da guerra tornou anacrônica a estrutura prévia de taxas de câmbio e chegou a desvalorizar completamente alguns dos antigos padrões monetários; a razoável indefinição política quanto aos verdadeiros montantes de reparações e serviços das dívidas de guerra a pagar também tornava de difícil cálculo o efeito cambial das novas transferências financeiras entre os países nelas envolvidos; as necessidades de gastos estatais na reconstrução das infra-estruturas destruídas pelas hostilidades tornava incertas as taxas de câmbio necessárias para conferir maior autonomia orçamentária aos governos; enquanto que diferentes objetivos monetários entre os Estados impediam uma definição coordenada da taxa de conversibilidade entre suas moedas. A Alemanha, por exemplo, criou uma nova moeda, para debelar a hiperinflação da antiga. Vários governos da América Latina realizaram esforços políticos para atrair capitais externos — buscando adequar suas economias aos requisitos da



credibilidade financeira internacional. A França, por sua vez, efetuou uma estratégia de legitimação internacional de sua moeda que era pouco cooperativa com os esforços alheios de retornar à conversibilidade-ouro.

Com efeito, a estratégia francesa foi a de subvalorizar a paridade do franco, de modo a atrair uma volumosa quantidade internacional de ouro e, assim, tentar se proteger de instabilidades financeiras às custas do resto do mundo — como se, em um sistema integrado, isso fosse possível. Para acumular reservas internacionais ociosas, a política monetária francesa provocou uma maciça entrada de capitais desde a praça de Londres, abarrotando-se de libras esterlinas. Como isso, por outro lado, gerava especulações cambiais a favor da valorização do franco — algo que o governo francês precisamente queria evitar —, o Banco da França manifestou pública e recorrentemente o desejo de comprar ouro do Bank of England, usando seu grande estoque de libras esterlinas. Como se sabe, isso provocaria grande pressão contra a legitimidade internacional da libra esterlina, ameaçando a defesa de sua taxa de câmbio estipulada. O objetivo era forçar a Inglaterra a elevar ainda mais as taxas de redesconto no mercado monetário, freando, simultaneamente, a especulação a favor da valorização do franco — de modo que se tentava ditar, do outro lado do Canal da Mancha, a política monetária do Bank of England.

Enquanto isso, apesar da inflação verificada desde 1914, da radical alteração ocorrida em sua posição externa e nas taxas de câmbio das demais moedas, a Inglaterra estipulou para a libra esterlina a mesma taxa de conversibilidade-ouro do pré-guerra — de modo a buscar restaurar o papel da City de Londres como principal centro financeiro internacional.<sup>29</sup> Tal taxa de câmbio era nitidamente irrealista e sobrevalorizada, tornando instável a credibilidade financeira em sua preservação e aumentando os custos recessivos domésticos de sua defesa. Ao invés de comandar as condições monetárias internacionais, a Inglaterra se tornava refém da instabilidade da confiança financeira internacional quanto à preservação da paridade sobrevalorizada da libra; e as taxas de juros necessárias para atrair capitais especulativos acabavam gerando resistências políticas domésticas que tornavam menos crível sua preservação. O compromisso reiterado do governo com a preservação da taxa de câmbio exigia maiores taxas de juros —  sinalizando aos

---

<sup>29</sup> As políticas dos governos britânicos em relação à legitimação internacional da libra esterlina serão discutidas no próximo capítulo.

“mercados” que as resistências políticas domésticas seriam desconsideradas —, mas novas elevações dos juros traziam mais resistências políticas, e novas desconfianças financeiras de que tais resistências voltariam a ser desconsideradas, e assim sucessivamente. Com isso, assim que a disponibilidade de crédito internacional fosse contraída pela reversão de um ciclo global de crédito, a confiança financeira talvez ainda pudesse ser comprada, mas só poderia ser comprada com a disposição governamental de embater-se contra todas as resistências internas a suas políticas recessivas — o quê não é muito razoável esperar, por muito tempo.<sup>30</sup>

Na verdade, essa dificuldade de comprar a credibilidade do capital financeiro internacional não era um problema apenas inglês. No entre-guerras europeu, a moeda e o câmbio finalmente apareceram como uma tema de conflito político por excelência — nos USA, as lutas dos populistas pela conversibilidade-prata do dólar já datavam do século XIX. Na Europa, perdeu-se a aparência de “naturalidade” que as políticas dos bancos centrais apresentavam no século XIX, ou mesmo até antes de 1914. Com efeito, havia pouca coisa mais evidente do que o caráter político dos conflitos associados aos processos de estabilização monetária-cambial europeia, depois de 1918.<sup>31</sup> As tentativas dos governos de alterar padrões de tributação, “enxugar” gastos de aparelhos de Estado — depois do crescimento durante a guerra —, reduzir serviços sociais e salários, etc., uniam-se às práticas restritivas dos bancos centrais para recuperar a conversibilidade-ouro das moedas europeias, através da austeridade das recessões — acentuando os deslocamentos sociais e as resistências políticas, principalmente no imediato pós-I Guerra.

Diante da agitação sindical e partidária de massas, para não falar das abortadas tentativas revolucionárias, o fato de que governos continuassem priorizando o apêgo ao padrão-ouro, em troca dos níveis de salários, emprego e tranqüilidade política, não podia mais ser visto como produto de uma “naturalidade” inelutável, mas sim como a contingência de conflitos políticos que realmente era — e como em toda contingência, o resultado poderia ter sido outro, principalmente em uma conjuntura de tamanha instabilidade política. Assim como a expansão da política de massas amedrontava pequenas burguesias e aristocracias, ela também amedrontava

---

<sup>30</sup> Não é preciso ser um financista internacional assustado para saber que um governo nacional não poderá fazer de tudo para preservar a legitimação internacional de sua moeda; mas, o sendo, é bom que se saiba.

<sup>35</sup> Quanto a isso, ver os livros de Maier (1975), Polanyi (1944) e Einchengreen (1992).

o capital financeiro internacional, ao tornar mais duvidosa a preservação dos compromissos políticos dos governos com as taxas de câmbio de suas moedas — principalmente se ela se mostrasse, econômica e politicamente, ainda mais custosa.<sup>32</sup>

Com isso, a ameaça de novas resistências políticas instabilizava formas tradicionais de legitimação monetária das políticas de governo: financistas e especuladores internacionais não tinham mais uma credibilidade religiosa no compromisso dos governos de, se necessário, fazer de tudo para “salvar a moeda”. Os movimentos internacionais de capitais se tornavam mais voláteis, sujeitos que eram às incertezas quanto a um futuro muito menos previsível — tendendo a fugir em direção às moedas mais seguras (o dólar americano e o franco francês) ao menor sinal de perigo. Dadas as assimetrias internacionais características da década de 1920, bastaria uma nova contração creditícia internacional para revelar as fragilidades cambiais de diversos países — trazendo à tona as dúvidas do capital financeiro internacional quanto ao compromisso político dos governos burgueses de embater-se contra resistências domésticas para, com a austeridade das recessões, tentar “salvar a moeda”, ao invés da pele.

\*\*\*

Em 1928, finalmente, o restabelecimento oficial da conversibilidade-ouro do franco sangrou brutalmente a liquidez internacional. A França recebeu verdadeira avalanche internacional de ouro que, não obstante, não foi tomada pelo Banco da França como uma sinalização para que reduzisse sua taxa de desconto — relaxando, cooperativamente, as condições financeiras internacionais. Essa atitude fortemente anti-cooperativa francesa, entretanto, aconteceu no contexto em que os próprios USA competiam por reservas internacionais — como efeito colateral da tentativa do

---

<sup>32</sup> Além de serem odiados pelos marxistas, em alguns países da Europa central e oriental, e até na França, os banqueiros também eram identificados como judeus, o que, naquela conjuntura política, tornava ainda mais arriscado deixar a riqueza imóvel em algumas moedas: ver Arendt (1950), p.35,44-48,57-8,68-9,73,121, Hobsbawm (1987), p.89 e 158, e (1995), pp. 123-4. “Não é difícil compreender porque um homem que usa seu dinheiro única e diretamente para gerar mais dinheiro pode ser odiado com mais intensidade do que o que obtém seu lucro através de um longo e complicado processo de produção. Como naquele tempo ninguém solicitava crédito se pudesse evitá-lo — e os pequenos comerciantes certamente não podiam fugir dessa sina —, os banqueiros pareciam explorar não a mão-de-obra e a capacidade produtiva, mas a infelicidade e a miséria. Muitos desses banqueiros eram judeus e, mais importante ainda, a imagem geral do banqueiro tinha traços definitivamente judaicos, por diversas razões históricas. Assim, o movimento esquerdista da classe média inferior, junto com toda propaganda contra o capital bancário, tornaram-se anti-semitas...”: Arendt (1950), pp.57-8.

Federal Reserve de Nova Iorque de conter internamente a especulação financeira em Wall Street, aumentando taxas de juros. Essa contração simultânea da liquidez internacional não apenas sinalizou que a reversão do boom especulativo de Wall Street estaria próxima — e salve-se quem puder —, como reverteu quase que imediatamente o breve ciclo de expansão do crédito internacional.<sup>33</sup>

A contração do crédito internacional, como seria de esperar, revelou as debilidades cambiais dos diversos países dependentes de fluxos financeiros provenientes dos USA. Diante da fragilização de seus balanços de pagamento, executaram políticas monetárias e orçamentárias restritivas para manter suas paridades cambiais e honrar os serviços de suas dívidas externas — de modo a não verem secar de vez novos financiamentos externos. Entretanto, a partir do final de 1928, a concorrência mútua dos países pelas deflações necessárias para recuperar a credibilidade financeira internacional contraiu-lhes, sistemicamente, as receitas cambiais nos mercados de bens e serviços. As próprias exportações americanas reduziram-se significativamente desde 1928, refletindo a recessão mundial prévia à queda da demanda industrial interna, na virada de 1929 para 1930. A crise bursátil americana, em 1929, aprofundou a recessão internacional — ao reduzir ainda mais as exportações de capital americanas e revelar o início do descenso cíclico interno. Como os USA já importavam 40% de todo o volume de commodities primárias importadas pelos 15 mais ricos países industriais, o início de sua recessão aprofundou ainda mais a recessão internacional.

Sentindo a violência dos choques comerciais e financeiros internacionais, os elos mais fracos do sistema não resistiram. A partir de 1929, começaram a abandonar o compromisso com taxas fixas de câmbio — de modo a incentivar exportações e não verem secar toda liquidez financeira externa da qual eram estruturalmente dependentes: afinal, quanto menor o volume de receitas de exportação, menor o fluxo de financiamento externo, porque maior seria o risco de moratórias. De todo

---

<sup>33</sup> "Entre 1928 e 1932, os estoques franceses de ouro se elevaram de \$1,25 bilhão para \$3,26 bilhões, ou de 13% para 28% do total mundial. Enquanto isso, os Estados Unidos, que vinham liberando ouro de 1924 a 1928, facilitando o restabelecimento da conversibilidade nos demais países, reverteram sua posição e importaram \$1,49 bilhão de ouro entre 1928 e 1930. No final de 1932, os Estados Unidos e a França possuíam juntos quase 63% do ouro concentrado pelos bancos centrais do mundo... o padrão-ouro de entre-guerras [se mostrou] uma espécie de embate concorrencial por ouro, entre países que viam o tamanho de suas reservas metálicas como uma medida de prestígio nacional, e como uma proteção contra a instabilidade financeira. A França e os Estados Unidos, em particular, mas os países do padrão-ouro, em geral, elevaram competitivamente suas taxas de desconto uns em relação aos demais, em um esforço de atrair ouro uns dos outros": Einchengreen (1989), pp. 295-6. Ver também Aglietta (1986), pp. 65-76.

modo, o aprofundamento da recessão dos países industriais levou a novo declínio do comércio internacional, frustrando os objetivos das desvalorizações cambiais competitivas dos países periféricos e tornando praticamente impossível o pagamento dos empréstimos anteriores. O ano de 1931 viu as moratórias da América Latina; o de 1932, as da Europa Central e Meridional, e o de 1933 a moratória alemã. Na verdade, a partir do “choque da incredibilidade” gerado pela moratória boliviana de janeiro de 1931, secaram novos fluxos de liquidez financeira para os países periféricos deles dependentes — eliminando-se, com isso, o incentivo externo para que continuassem a arcar com a “disciplina deflacionária” necessária para o pagamento dos juros da dívida velha. Enquanto isso, o declínio das exportações corroía as receitas orçamentárias dos aparelhos de Estado, exigindo “enxugamentos”, mas a grande instabilidade política pela qual passavam os países periféricos eliminava qualquer possibilidade de recriar nova “vontade política deflacionária”, internamente — antes pelo contrário.

Para todos os países integrados ao padrão-ouro, não havia apenas os dramas produtivos gerados pela recessão internacional mas, também, a ameaça de brutal crise dos sistemas bancários — diante da qual, dado o compromisso com o ouro, pouco os bancos centrais podiam fazer. Com efeito, as políticas do Federal Reserve (FED) de Nova Iorque, a recessão internacional, e a crise financeira no mercado de capitais de Wall Street afetaram em cheio o sistema bancário americano, que já sofria os efeitos da perda de rentabilidade dos exportadores desde o final de 1928. A crise financeira americana, por sua vez, acentuou brutalmente a crise financeira global.

Normalmente, uma crise financeira no maior exportador de capitais do sistema internacional se manifesta como uma crise cambial e bancária nos países dele dependentes. Quando o acirramento de déficits cambiais nos demais elos do sistema vier a forçar-lhes uma típica elevação da taxa básica de juros, a defesa do câmbio é contra-producente à defesa do sistema bancário doméstico. Novos capitais internacionais só viriam ao país, eventualmente, se as taxas de juros fossem muito elevadas; mas se o “longo prazo” a esperar para que a entrada de capitais resolvesse simultaneamente o problema cambial e o creditício não se apresentasse em um horizonte visível, a elevação da taxa básica de desconto poderia acabar de piorar a crise creditícia e a deflação doméstica, espantando ainda mais o capital financeiro

internacional. E se, ainda por cima, os demais elos do sistema internacional estiverem competindo pela atração de capitais externos voláteis, a elevação necessária dos juros seria muito maior, sem que deixasse de ser incerta a entrada dos capitais externos. A entrada "auto-regulada" de capitais poderia não chegar antes da devastação bancária doméstica — sendo incapaz de "auto-corrigi-la", ou de "auto-corrigir" os problemas cambiais.

Se, em virtude da "execrável fome de ouro" que os move, os movimentos internacionais de capitais não são capazes de "auto-corrigir" as crises do capitalismo, o surgimento de uma institucionalidade monetária nacionalista, na década de 30, veio buscar "travar" os movimentos "livres" dos capitais financeiros, movidos pelo amor pelo ouro. A crise na década de 30 se manifestou com uma brutal deflação cumulativa no preço de bens e ativos, movimentada por uma tendência de aumento das taxas de juros reais, globalmente. Assim, a fome de ouro — a forma específica que assumia a preferência pela liquidez, à época — motivava os sistemas bancários a reagir à crise aprofundando-a, "em sanfona".<sup>34</sup> Quando as firmas, e devedores em geral, mais precisavam de liquidez emergencial e condições satisfatórias de rolagem de dívidas já contraídas, o sistema bancário reagia espontaneamente com uma tentativa desesperada de reduzir seu grau de exposição ao risco. Nos EUA de 1929, por exemplo, as perdas patrimoniais com o estouro do mercado acionário aumentaram o risco dos créditos canalizados para a alavancagem de posições especulativas, e transmitiram novas pressões deflacionárias para os mercados bancários e de bens.<sup>35</sup>

A conjugação de crises cambiais e creditícias diminuiu sobremaneira os raios de manobra dos bancos centrais diante de problemas domésticos: "até mesmo a provisão de liquidez para um sistema bancário ameaçado poderia gerar dúvidas sobre o comprometimento oficial ao padrão-ouro, promovendo a transferência de depósitos bancários para fora do país e agravando o problema da instabilidade financeira doméstica"<sup>36</sup>, além de agravar também a instabilidade cambial. O compromisso de defesa da conversibilidade a taxas de câmbio fixas em relação ao ouro impunha um fardo sobre o comportamento dos bancos centrais — a defesa do

---

<sup>34</sup> Sobre o comportamento bancário nas crises, ver Kindleberger (1978), cap.2, Minsky (1986), 3 e 8-10 e Wray (1992).

<sup>35</sup> Sobre os mecanismos de transmissão das perdas patrimoniais para os mercados bancários e de bens, ver Coutinho e Belluzzo (1979), Galbraith (1975), cap. 14, Eichengreen & Portes (1986).

<sup>36</sup> Eichengreen (1992), p. 21.

câmbio fixo poderia ser contraditória à defesa ad hoc do sistema creditício doméstico. E ela certamente era contraditória, em condições em que o câmbio era ameaçado pela crise internacional e pela fuga de capitais (amedrontados com crises bancárias), e em que as crises bancárias eram reforçadas por deflações domésticas que aumentavam o risco de crédito. Na maioria dos casos, diante disso sequer havia escolha: a magnitude das crises cambiais tornava impossível defender o compromisso com o padrão-ouro, principalmente depois que a Inglaterra quebrou seu próprio "grilhão de ouro" (em setembro de 1931). E, sem o fardo da "excrável fome de ouro", a defesa dos sistemas creditícios domésticos se tornava possível<sup>37</sup>.

Logo, a quebra dos "grilhões de ouro" era condição necessária, em tais circunstâncias, para liberar políticas monetárias do fardo de se preocupar com vicissitudes cambiais ao defender os sistemas domésticos de crédito. Mas não era condição suficiente — era preciso que a liberdade recém-alcançada fosse aproveitada, e que os bancos centrais efetivamente viessem a defender a solvência dos sistemas bancários domésticos; depois de vacilações doutrinárias, eles vieram a pragmaticamente fazer isso. Naquela conjuntura, um dilema político verdadeiramente global era preservar a integração monetária ao sistema internacional, de um lado, ou, de outro, defender níveis de emprego e ativos produtivos e financeiros domésticos, diante da crise financeira e comercial global.<sup>38</sup>

Nas condições de crise internacional, não surpreende tanto que governos e bancos centrais viessem a defender a solvência dos sistemas bancários domésticos e a

---

<sup>37</sup> Frise-se, entretanto, que talvez apenas os USA tivessem realmente a escolha de abandonar ou não o ouro, já que sua posição cambial não era tão ruim ao fazê-lo: Polanyi (1944), pp. 226-227, e Galbraith (1975), p. 206. A experiência francesa, a partir de 1936, demonstrou cabalmente os limites estreitos de uma tentativa de conciliar a recuperação interna à defesa da regra cambial; ela era insustentável, principalmente depois de outros países já haverem se libertado dos "grilhões de ouro": Gourevitch (1986), p. 167, e Coutinho (1977), pp. 22-23. Controles de capitais, como os da Alemanha, apresentavam resultados parecidos aos da desvalorização e do abandono do ouro: também liberavam margens de manobra para as políticas governamentais.

<sup>38</sup> "A vantagem da desvalorização cambial era que ela liberava as políticas monetárias e orçamentárias. Não mais era necessário restringir o crédito doméstico para defender a convertibilidade. Não mais era necessário conter o gasto público em países em que as despesas já estivessem em queda descontrolada. 'Há poucos ingleses que não se alegram com a quebra de nossos grilhões de ouro', como Keynes colocou quando a Inglaterra foi forçada a desvalorizar (...) Não era apenas o padrão-ouro, como um conjunto de instituições, que impunha um obstáculo à recuperação econômica, entretanto, mas também o padrão-ouro como um ethos. Apesar de que o abandono da conversibilidade-ouro foi necessário para a adoção de políticas reinflacionárias, ele não foi suficiente. Uma crise financeira poderia forçar um país a abandonar a conversibilidade-ouro, mas não o levava a abandonar a ortodoxia financeira (...) A maioria dos países levou mais tempo para abandonar o ethos do padrão-ouro que suas instituições. Havia pouca tendência, depois da suspensão da conversibilidade-ouro, em iniciar uma ação reinflacionária. Seis meses a um ano precisavam passar, antes que fossem tomadas iniciativas oficiais para expandir a oferta de moeda. O interlúdio era necessário para convencer o público, e também os policy-makers, de que abandonar o ouro não trazia uma ameaça inflacionária, o quê era uma pré-condição necessária para que se questionasse a ortodoxia financeira.":Eichengreen (1992), pp. 21-22.

recuperação de níveis de renda e emprego. A instabilidade política global e a alteração das coalizões políticas do período da crise provavelmente foram as maiores desde o ciclo de revoluções burguesas de 1848.<sup>39</sup> Sua simultaneidade não resultou da difusão de agitações políticas, meramente, e muito menos de campanhas militares devastadoras; a globalidade da crise tinha raízes profundamente econômicas, associadas ao funcionamento do padrão-ouro e à intensa integração internacional das economias. Como tal, não é de surpreender que as reações nacionais à crise se pautassem pelo repúdio ao internacionalismo cosmopolita e, em alguns casos, pelo isolacionismo chauvinista. O que estava em jogo era a defesa de tecidos sociais territorializados contra as vicissitudes de mercados internacionalizados, em crise descontrolada. Para defender os territórios políticos nacionais da crise internacional, o importante era que, independentemente das diferentes institucionalidades de proteção em relação à crise, fossem cortados os "elos de transmissão" dos distúrbios internacionais. E esses elos eram econômicos e, talvez no mais íntimo, financeiros.<sup>40</sup>

Com efeito, talvez o principal significado político da quebra dos "grilhões de ouro" foi o de libertar governos nacionais da necessidade de legitimar-se junto aos controladores de capitais financeiros internacionalmente móveis. Agora, as políticas governamentais liberavam-se do fardo representado pelas exigências da credibilidade financeira internacional. Como o capital financeiro internacional distribuía internacionalmente a legitimação monetária às políticas de governo, podendo retirar a legitimidade internacional de suas moedas no caso de veto às políticas, a ruptura dos circuitos financeiros internacionais agravou a crise em um primeiro momento, mas liberou as potencialidades das políticas de recuperação, posteriormente. Agora, a legitimação monetária das políticas de Estado era um atributo mais nacionalista, abrindo um arco de possibilidades mais amplo para as políticas nacionais.<sup>41</sup> Em particular, as políticas econômicas poderiam tentar

---

<sup>39</sup>Ver, por exemplo, Hobsbawn (1995), cap.4, Droz & Rowley (1986), livro I, item III, e Gourevitch (1986), cap.4.

<sup>40</sup> Afinal, "as finanças são o sistema nervoso do capitalismo", como dizia alguém que experimentou o problema de perto, sir Ramsey MacDonald, primeiro ministro trabalhista inglês durante o grande estouro de 1929, cit. in Einchengreen (1992), p. 3. O tema das resistências sociais (territorializadas) contra o funcionamento "impessoal" de um mercado internacionalizado perpassa o grande livro de Polanyi (1944).

<sup>41</sup> Com efeito, elas poderiam ser "Keynesianas", "Keynesianas bastardas", "heterodoxas", "quasi-ortodoxas", "nacional-desenvolvimentistas", "anti-inflacionárias", "anti-deflacionárias" etc., isto é, quase tudo que a ausência de uma coordenação internacional imposta por movimentos de capitais lhes possibilitava ser.



manipular os incentivos às decisões capitalistas, não mais para preservar regras de câmbio fixas, mas para incentivar a recuperação das decisões de gasto e emprego, motivadas por novas coalizões de interesses; em vários casos nacionais, foi isso que fizeram, das mais diversas maneiras. Tais políticas não substituiriam a “auto-regulação” do capitalismo; substituiriam, sim, o tipo de regulação do capitalismo executado por políticas devidamente legitimadas por financistas internacionais.

Afinal, se os gastos monetários domésticos, mediante os quais a riqueza capitalista produtiva e territorializada era medida, financiada e acumulada, não podiam mais ser internacionalmente legítimos, no padrão-ouro — por não caber nos termos da “auri sacra famis” —, eles precisavam ser legítimos de outro modo, se fosse criada a vontade política necessária para evitar a ruptura da ordem monetário-mercantil nacional, e seu sistema de créditos, pagamentos e contratos. Que a moeda nacional, e os ativos que podiam ser financiados com sua criação, voltassem a ser legítimos por um ato de soberania nacional, ou de emergência nacional, não é de surpreender.

### *III - Advento e Crise da Regulação Monetária Nacionalista do Capitalismo (1933- 1980)*

E já havia um caminho conhecido para tal ação emergencial, voltada politicamente a preservar e defender a riqueza capitalista do próprio capitalismo, apesar de que o padrão-ouro, como se observou, limitava anteriormente sua utilização e eficácia. A função de emprestador em última instância já foi definida como a de "estar pronto para conter uma fuga acelerada, em busca de dinheiro vivo, desde ativos reais ou de ativos financeiros ilíquidos, criando mais dinheiro à disposição"<sup>42</sup>(grifo meu). A tarefa do lender of last resort é então a de aumentar a liquidez global do sistema, compensando a redução da liquidez sistêmica derivada precisamente da ânsia individual em buscar liquidez. Fazendo isso, a própria preferência individual dos agentes pela liquidez pode vir a diminuir — já que está garantida a presença de um emprestador externo capaz de tornar líquidos a seus ativos.

No caso específico da ação dos Bancos Centrais, a mudança significativa iniciada na década de 30 foi a de tornar tal intervenção última uma garantia institucionalizada. Antes mesmo do séc. XIX, há notícias de intervenções de última instância capazes de administrar crises de liquidez — mas elas sempre surgiram ad hoc, até o advento da regulação institucionalizada no "capitalismo moderno"<sup>43</sup>. A partir de então, "estar pronto" foi uma garantia da atuação do Banco Central em caso de crises de liquidez. Nos USA, por exemplo, como o FED não deu conta do problema, a decretação do Glass-Steagal Act e a criação da RFC (Reconstruction Finance Corporation) e da FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) garantiram uma fonte altamente confiável de empréstimos em última instância, assegurando liquidez aos depósitos feitos junto ao sistema bancário e contendo a crise creditícia, principalmente a partir de 1933<sup>44</sup>.

Ora, uma diferença crucial de tais iniciativas em relação aos empréstimos em

---

<sup>42</sup> Ver Kindleberger (1978), p. 178 e também Minsky (1986), cap. 3.

<sup>43</sup> Ver Kindleberger (1978), cap. 9.

<sup>44</sup> Ver Galbraith (1975), cap. 14. A RFC foi criada em 1932, mas iniciou conservadoramente seus trabalhos. Quanto à legislação bancária aprovada em 1933, "em toda a história monetária americana, nenhuma ação legislativa promoveu mudanças como essa. Desde essa época, jamais houve filas fora de um banco que depois tenham se espalhado a outros bancos da mesma cidade. Praticamente não houve qualquer fila (...) Um fundo governamental de seguro agora apoiava os depósitos...": p. 207.

última instância anteriores, é que antes a intervenção era exercida, se exercida, quando a crise de liquidez já estivesse avançada em seus estragos. *Afinal, a legitimidade metálica das moedas, sob o padrão-ouro, impunha restrições claras à gestão da soberania monetária nacional.* Mas se já há a priori uma garantia institucionalizada para os ativos financeiros, os motivos para uma corrida tão nervosa para a liquidez diminuem bastante — podendo geralmente diminuir a incidência de tais corridas, mas não de todo. Por outro lado, como os Bancos Centrais passaram a arcar com custos da intervenção de saneamento, o incentivo para que regulassem e supervisionassem os negócios financeiros bancários e não-bancários aumentou muito — de maneira a não apenas buscar sanear crises de crédito depois que tenham acontecido, mas de preveni-las at first place<sup>45</sup>

Se a intervenção monetária pode ser capaz de aumentar a liquidez global do sistema financeiro, contendo a liquidação deflacionária de ativos financeiros, ela não pode garantir que os ativos reais também se tornarão líquidos, aos preços correntes. Para que isso acontecesse, ela precisaria de meios que garantissem que a oferta de liquidez financeira que patrocina não apenas impediria a liquidação deflacionária dos ativos financeiros, como também aumentaria os gastos em ativos reais.

Entretanto, a sustentação em última instância de crises de liquidez creditícia não é condição suficiente para ampliar o horizonte confiável para os investimentos produtivos, em formas menos móveis de riqueza. A ampliação de tais horizontes não é garantida sequer por outros instrumentos de regulação monetária e creditícia (redesconto de liquidez, mercado aberto, créditos seletivos etc.); e ainda que o capital produtivo visse a recuperação de tais horizontes, não é garantido que os financistas acompanhariam sua euforia, a ponto de pôr-lhes à disposição as linhas de crédito de que necessitassem. Por outro lado, mesmo que a política monetária conseguisse vencer a resistência dos financistas em aceitar taxas de juros mais baixas, não necessariamente apareceriam investidores dispostos a tomar crédito e deslanchar novos projetos de investimento. Mesmo que a política monetária revertisse, pela insistência, o "baixismo" de financistas descrentes na baixa estável das taxas de juros (e crentes na baixa do preço dos títulos), não necessariamente os gastos em investimentos se recuperariam — Keynes avisava aos que consideravam que "a moeda é a bebida que revigora a atividade do sistema", que não se esquecessem que

---

<sup>45</sup> Ver Relatório IESP-FUNDAP, N.2, pp.25-27.

há "percalços entre a taça e os lábios"<sup>46</sup>.

E mesmo que a política monetária conseguisse fazer com que os financistas aceitassem taxas de juros mais baixas para títulos de prazos mais curtos, poderia ainda assim haver uma retração em relação aos títulos de prazos mais longos, necessários para financiar investimentos de capital<sup>47</sup>. Em tais condições de contenção creditícia, talvez a única maneira garantida de sustentar a liquidez de ativos reais fosse também um "último recurso" — uma política de orçamentos desequilibrados (em relação às receitas correntes de impostos, em queda), que garantisse diretamente que uma certa quantidade de recursos monetários não iria permanecer ociosa; ou, então, uma política de investimentos estatais. Se os "gastos públicos" também fossem deixados à sua auto-correção, "equilibrada", eles apenas reforçariam as tendências deflacionárias do sistema — o quê poderia levar a novos problemas creditícios e a novos empréstimos de última instância.

Não é de surpreender que a década de 30 visse o surgimento, em certos casos nacionais, de políticas orçamentárias deliberadamente deficitárias<sup>48</sup>. Enquanto as desvalorizações e declarações de inconvertibilidade mudaram o compromisso cambial com as antigas paridades em ouro, a nova liberdade ganha pelas políticas monetárias e orçamentárias foi utilizada, em alguns Estados mais do que em outros, para administrar preços domésticos de ativos financeiros e reais — liberadas que estavam da defesa da convertibilidade. Talvez tal tarefa tenha sido bastante facilitada (e não fácil) politicamente pelo fato de que o quê se tratou foi de evitar deflações e suas conseqüentes perdas patrimoniais — o arco de interessados que articulava favorecia amplas coalizões políticas em torno a seus objetivos.

Mesmo onde a liberação em relação às exigências de financistas e especuladores internacionais não fôra levada ou aproveitada às últimas

---

<sup>46</sup> Keynes (1936), p. 173. Nesse sentido, é um equívoco de Victoria Chick afirmar, contra os fiscalistas, que "o quê Keynes disse foi que a política monetária não poderia obrigar as taxas de juros a caírem quando já estivessem em níveis muito baixos.": Chick (1993), p. 17. Que se perdoe a digressão, mas, na verdade, o quê Keynes disse foi que a política monetária não conseguiria fazer as taxas de juros caírem sempre que a preferência pela liquidez "do público" aumentasse mais que a expansão monetária pela política. Por outro lado, também seria um equívoco afirmar que a política monetária "não conta" — o quê ela não consegue é influenciar as taxas de juros sempre que queira, e, por outro lado, mesmo que caíam os juros, nem sempre o crédito para investimento é estimulado (se o "preço de demanda" dos ativos de capital estiver muito deprimido, ou se deprimindo). Contra fiscalistas extremados, é correto afirmar, como faz V. Chick, que a política monetária "conta" — afinal, por assim dizer, a armadilha da liquidez é apenas uma "conjuntura específica": Morgan (1978), pp. 113-121. Para problemas da interpretação fiscalista de Keynes, ver nota 56.

<sup>47</sup> Ver Hicks (1974), cap. 2.

<sup>48</sup> Ver Gourevitch (1986), cap. 4, e Coutinho (1977).

conseqüências, o que restava dos escrúpulos ortodoxos foi pragmaticamente diluído nas necessidades de gastos militares, desde o final da década de 30. Os esforços de guerra exigiam que os aparelhos de Estado intervissem muito mais diretamente nos sistemas produtivos nacionais, coordenando planejadamente seu redirecionamento para as necessidades dos tempos de guerra.<sup>49</sup> Por outro lado, as necessidades de financiamento da economia de guerra, em contexto de intensas restrições à mobilidade internacional de capitais, uniram-se às pressões políticas anti-deflacionárias trazidas pelo repúdio à depressão e ao desemprego para esgarçar as possibilidades de manipulação nacional da moeda: nos USA, por exemplo, as tendências inflacionárias verificadas durante a guerra foram exitosamente enfrentadas com controles diretos de preços<sup>50</sup>. Obviamente, enquanto muitos interesses se viram contemplados pela maior autonomia política e monetária nacional na gestão das políticas de Estado, desde a década de 30, as antigas praças financeiras internacionais (Londres, Nova Iorque, Chicago, Paris, Berlim, etc.) foram obrigadas a cavar lucros em outros cantos, principalmente durante a guerra.

Como se sabe (ver nota 38), J.M.Keynes foi um dos ingleses que mais se entusiasmou com a quebra dos golden-fetters ingleses, em setembro de 31 — eles amarravam as políticas monetárias inglesas, "descolando" as taxas de juros do ciclo econômico<sup>51</sup>. Para ele, no Treatise on Money, a taxa de juros "natural" seria aquela, demandada pelos "tomadores genuínos", que resultasse da demanda por fundos financeiros gerada pelas expectativas de rentabilidade dos novos investimentos em riqueza "real". O que lhe seria típico do entre-guerras, no entanto, seria que a taxa de mercado ficava "artificialmente" acima da taxa de juros "natural", principalmente no descenso cíclico. Se, de um lado, o aumento da competição por fundos para investimentos e transações, na expansão cíclica, levava a uma gradual elevação do retorno cobrado pelos empréstimos, por outro lado o declínio cíclico dos investimentos e a redução da demanda por fundos pelos "genuine borrowers" não

---

<sup>49</sup> A esse respeito, ver o livro de Milward (1979).

<sup>50</sup> Ver Galbraith (1975), cap. 17.

<sup>51</sup> Para o que se segue, o apoio é Miranda (1992), pp. 27 e segs.

implicavam mais em uma queda gradual das taxas de juros<sup>52</sup>. Com essa elevação "artificial" das taxas, aplicações puramente especulativas e "fictícias" eram estimuladas, dificultando a retomada de empréstimos para investimentos. O problema estava em que a taxa de juros, resistente à queda, deixou de estar regulada, principalmente, pela demanda por financiamentos associados ao comportamento do ciclo dos negócios produtivos — ela desconectara-se do ciclo econômico, segundo Keynes.

Isso acontecia porque a taxa de câmbio da libra esterlina estava sobrevalorizada desde o retorno à livre conversibilidade internacional, em 1925 —, e os "preparativos" para esta taxa também tiveram seus efeitos sobre os juros. Com isso, a política de crédito do Bank of England voltou-se ao objetivo de compensar os efeitos deletérios da sobre-valorização do câmbio sobre o resultado da balança de bens e serviços e sobre a credibilidade financeira internacional, defendendo a taxa de câmbio fixa com a atração de capitais especulativos. Desse modo, não havia como ajudar crediticiamente nova expansão das decisões de investir, já que as altas taxas de remuneração financeira incentivavam alternativamente o "rentismo" vis-à-vis o investimento produtivo. Não havia como sustentar uma queda consistente das taxas de juros, associada à retração da demanda por fundos para investimento produtivo — pois os efeitos que arbitragens internacionais de capitais teriam sobre o balanço de pagamentos obrigava à defesa da taxa de câmbio sobre-valorizada, através da contenção "artificial" do processo de redução das taxas de juros "naturais".

Os efeitos comerciais deletérios da sobre-valorização da taxa de câmbio exigiam a oferta de "incentivos especiais", em termos de juros e prazos, para atração de fundos voláteis de capital, de modo a defender a regra cambial fixa. Por assim dizer, a livre mobilidade internacional de capitais levava a uma interdependência internacional dos mercados monetários — não havia como proteger os custos de acesso ao crédito interno das arbitragens internacionais de fundos, provocando o "descolamento" das taxas de juros internas vis-à-vis a demanda cíclica por fundos para investimento produtivo.

Não é à toa que, nas negociações das conferências internacionais de Bretton

---

<sup>52</sup> Se é que tenham alguma vez implicado nisso, necessariamente: aqui, provavelmente, Keynes esteja abstraindo o fato de que descensos cíclicos possam aumentar riscos de crédito e provocar uma contração ampla da oferta de crédito; o próprio Keynes considerou, mais tarde, que a taxa de juros "natural" era um conceito inconsistente: Miranda (1992), p. 30. De qualquer modo, tal interpretação serve para expressar a interdependência câmbio-juros em economias abertas à mobilidade internacional de capitais.

Woods, em 1944, em que negociadores ingleses e americanos discutiram o arcabouço da ordem monetária internacional do pós-guerra, Keynes defendesse um arcabouço institucional para o sistema internacional de pagamentos que não implicasse em que a defesa das taxas de câmbio precisasse se assentar na manipulação das taxas internas de juros — com vistas à atração instável de capitais internacionais voláteis. Não seria razoável subordinar as políticas internas de gestão do crédito às restrições externas, antes pelo contrário. A condição para isso seria impedir a integração dos mercados financeiros internacionais, para que as políticas nacionais não fossem obrigadas a ser internacionalmente “coordenadas” pelos movimentos internacionais de capitais.

As discussões anglo-americanas aconteceram em torno a um consenso internacionalista, orientado para a reconstrução de uma ordem capitalista multilateral aberta<sup>53</sup>. Apesar do fato de que as propostas do grupo inglês, liderado por Keynes, não estavam ancoradas em um poder internacional similar ao norte-americano, e de não definirem os termos do debate, elas acabaram influenciando significativamente o rumo das discussões.<sup>54</sup> De acordo com a institucionalidade monetária originalmente negociada em Bretton Woods, a abertura internacional não deveria exigir a subordinação das políticas monetárias e orçamentárias nacionais à defesa das taxas de câmbio fixas — a ponto que se perdesse a autonomia das políticas econômicas ganha na década de 30.

Com efeito, o projeto articulado em Bretton Woods seria o de possibilitar a defesa “fácil” das taxas de câmbio fixas, com três aspectos institucionais básicos: 1) fluxos limitados de capitais privados, com pequena importância e capacidade de desestabilização sobre balanços nacionais de pagamentos; 2) financiamento a médio prazo de desequilíbrios cambiais constrangedores, por uma instituição pública multilateral; 3) possibilidade de mudança negociada das paridades cambiais a defender.<sup>55</sup> Do ponto de vista das políticas econômicas nacionais, não haveria, em tese, restrições externas de monta que constrangessem objetivos nacionais das políticas monetárias e orçamentárias.

---

<sup>53</sup> Para uma interpretação dos conflitos associados à criação da nova ordem capitalista internacional, ver Bloch (1977), cap.3, Einchengreen (1989), e Dam (1981).

<sup>54</sup> Esse fato aparentemente paradoxal é explicitamente considerado por B. Einchengreen como evidência contrária a teorias sobre “poderes hegemônicos” agindo na origem dos sistemas monetários internacionais: (1989).

<sup>55</sup> Ver Gilpin (1987), pp. 131-134.

Na verdade, não foi exatamente isso que aconteceu, com o desrespeito americano gradual do arcabouço institucional de Bretton Woods, que já não era aquele dos sonhos do grupo inglês — que, grosso modo, podia ser identificado com os interesses dos países que passariam por dificuldades cambiais agudas, assim que o fim das hostilidades fizesse cessar os fluxos de ajuda americanos. Como será discutido em um capítulo posterior, o gradual renascimento da liberdade financeira internacional voltaria a retirar margens de manobra das políticas dos Estados nacionais, até que o início dos anos 70 visse o surgimento de taxas de câmbio flutuantes, a interdependência entre taxas de juros e de câmbio, a volatilidade de tais preços e o conseqüente descontrole das taxas de inflação nos mercados de bens — o quê furtou as políticas dos Estados nacionais, de vez, de uma legitimação monetária nacionalista. Até que isso viesse a acontecer, entretanto, a dinâmica do capitalismo viria a ser intensamente modificada, no pós-guerra, sob o impacto das novas regras de criação nacionalista de dinheiro — afastadas de cena, temporariamente, as exigências do capital financeiro internacional.

\*\*\*

No pós-guerra, como se sabe, o capitalismo passou por uma “era dourada”, de ritmos sem precedentes de acumulação de capital produtivo, por quase trinta anos. Essa “era dourada” foi compartilhada, em ritmos diferentes, por todo o mundo capitalista, afastando-o de sua “era de catástrofes” do período das guerras e ajudando a conter o avanço da “ameaça comunista” no pós-guerra. É bastante controversa a extensão da influência das políticas econômicas governamentais na produção dessa “era dourada”; não há dúvidas sérias, entretanto, de que políticas econômicas governamentais ajudaram o capitalismo a produzir tamanho dinamismo econômico.

Sabe-se que, por si mesmas, políticas monetárias expansivas não são capazes de produzir, sozinhas, uma expansão da economia capitalista. Como já observado, políticas monetárias expansivas não têm a capacidade de garantir que a liquidez adicional que proporcionam será necessariamente tomada com vista à compra de ativos de capital. Com efeito, as taxas de juros que regulam os empréstimos para investimentos podem ser um poderoso estímulo para os investimentos, mas não os



garantem necessariamente. A decisão de tomar empréstimos para financiar investimentos é regulada também por outras variáveis, como o medo de se desvencilhar da liquidez e assumir débitos para financiar a compra de ativos ilíquidos, a incerteza quanto aos rendimentos futuros que os investimentos fixos podem trazer, a comparação entre formas alternativas de composição da carteira de ativos (em termos de liquidez, risco, rendimentos esperados, etc.), a pressão da concorrência em estruturas de mercado particulares, a fase do ciclo em que a economia esteja operando etc. A instabilidade da acumulação capitalista deita raízes no fato de que as decisões de investimento são muito arriscadas — a imobilização da riqueza em uma forma ilíquida torna os capitalistas vulneráveis às incertas alterações nas condições de seus mercados, que pouco poderiam prever. Com isso, também é incerto o efeito de tentativas de reduções governamentais das taxas de juros sobre as decisões capitalistas de investimento — principalmente quando a economia estiver muito deprimida. Sendo assim, nem a atividade de lender of last resort nas crises, nem a utilização de outros instrumentos de política monetária, garante que os investimentos privados serão necessariamente decididos — eles não respondem, sem mediações outras, às políticas monetárias.

Nessas condições, políticas monetárias expansivas podem ser complementadas por altos níveis de gasto estatal. Com efeito, o “gasto público” é uma forma de garantir que o volume de liquidez que a política monetária quer tornar disponível não apenas estará disponível, como será efetivamente usado em gastos diversos. Diversos casos nacionais de recuperação econômica viram, na década de 30, o surgimento de déficits orçamentários estatais deliberadamente criados para sustentar o preço de ativos reais e defender patrimônios e empregos de ameaças de deflação nos mercados de bens. Não é garantido, mas é possível que depois da ativação de tais gastos financiados com déficits (financiados estes de formas diferentes), a gradual recuperação da capacidade utilizada, do emprego e das taxas de rentabilidade poderia passar a estimular gastos em cadeia, até que o retorno em cadeia de investimentos privados pudesse ir gradualmente “saneando” as próprias contas públicas, diminuindo a necessidade conjuntural de operações de lender of last resort e garantindo uma recuperação mais auto-sustentável para a

economia capitalista.<sup>56</sup>

No pós-guerra, certamente que políticas monetárias expansivas e altos níveis de gasto estatal não agiram sozinhos para criar a “era dourada”. A “era dourada” não teria sido possível sem a abertura de várias frentes de expansão para os investimentos privados, que garantiram que os amplos gastos públicos de reconstrução das infra-estruturas destruídas, e de criação de uma igualmente ampla rede de seguridade social, estimulassem relativamente rápida, e potentemente, os gastos com compras de ativos de capital — facilitados também pelas políticas monetárias altamente expansivas, é claro, e por taxas de câmbio desvalorizadas em relação ao dólar<sup>57</sup>. Assim, o ramo eletro-eletrônico, a urbanização, a difusão do consumo de bens duráveis, os gastos públicos (sociais e militares), a rede científica, o investimento transnacional, o crescimento das exportações etc. foram frentes capazes de abrir longos horizontes para os investimentos privados. Tais investimentos foram incentivados pelas políticas monetárias e orçamentárias estatais, mas não foram um produto delas enquanto tais, em si mesmas.

Mas é claro que os gastos estatais incentivaram o boom do pós-guerra. Uma política fiscal de altos gastos incentiva gastos privados diretamente, ao representar uma demanda direta de encomendas para o setor privado. Não é sequer necessária a existência de deficits orçamentários para que o estímulo se verifique. A gigantesca

---

<sup>56</sup> A combinação de políticas monetárias acomodatórias e, principalmente, deficits orçamentários foi popularmente conhecida como “Keynesianismo”. Na verdade, J.M. Keynes colocava restrições à utilização geral e indiscriminada de deficits orçamentários como instrumento de regulação da economia capitalista. Em primeiro lugar, se deficits orçamentários teriam efeitos quase garantidos sobre os níveis de emprego em períodos de severo desemprego, seus efeitos seriam muitos mais duvidosos se buscassem impedir reduções de níveis já elevados de emprego. Os novos gastos deficitários poderiam provocar mais inflação do que emprego, aumentando os custos dos investimentos de capital, desincentivando-os; a inflação poderia levar os financistas a cobrar, por empréstimos a receber em futuro mais incerto, maiores taxas de juros — apesar de diluir custos de empréstimos anteriores com taxas de juros pré-fixadas; a propensão a consumir da nova renda provavelmente seria maior em períodos de severo desemprego, do que em períodos de crescimento já prolongado da renda e do emprego; e o financiamento de deficits orçamentários contínuos, através de uma crescente dívida pública, poderia ter o efeito de elevar taxas de juros, retardando investimentos em outros ramos. Além disso, ao ampliar o consumo corrente, os deficits orçamentários sequer seriam a melhor forma de gasto estatal — principalmente se afetassem negativamente o investimento capitalista, através de uma possível elevação dos juros. Só seria razoável recorrer a gastos orçamentários “inúteis” (pirâmides, catedrais, abertura de buracos no chão para escavar ouro, etc.), quando “a educação dos governantes nos princípios da economia clássica impedisse algo melhor”, isto é, impedisse a intervenção estatal direta nos investimentos que ampliassem o estoque de riqueza útil. O objetivo seria o de regular com maior estabilidade os níveis gerais de investimento, já que os investimentos estatais, em tese, não sofreriam a instabilidade inerente aos investimentos capitalistas — que são dependentes das incertezas da confiança privada quanto à lucratividade da riqueza futura. Ver, por exemplo, Keynes (1936), pp. 119-120, 127-131. Nesse sentido, Keynes não era Keynesiano. Quanto a isso, ver Chick (1983), cap.18-19, Kregel (1983), e Miranda (1992), cap.1.

<sup>57</sup> Sobre tais “frentes de expansão” e seus efeitos “retro-alimentadores”, assim como sobre os motivos de seu gradual esgotamento, ver Coutinho e Belluzzo (1977), pp. 18-21, e Fajnzylber (1983), cap. 1.

elevação da proporção do gasto público no PIB, por si só, ainda que financiada por tributos, abre frentes de encomenda para os fornecedores privados articulados às obras e investimentos públicos. Lembre-se, ainda, que o Estado apresenta, normalmente, uma “propensão a poupar” muito menor que a do setor privado — logo, o simples aumento da proporção do gasto público no PIB representa um estímulo ao gasto agregado da economia.<sup>58</sup>

Ademais, a confiança coletiva em que os gastos estatais serão mantidos em níveis elevados a despeito do declínio cíclico dos gastos privados sustenta um patamar mínimo de demanda agregada, por exemplo, na reversão conjuntural de um ciclo expansivo. Assim, não é de se esperar que os próprios gastos privados se contraíam tanto, moderando a intensidade e a duração das recessões conjunturais. Com efeito, a confiança em uma regra de política econômica segundo a qual o Estado incorrerá em déficits, se necessário fôr, para moderar declínios conjunturais do gasto privado, abre um “horizonte” confiável de expansão dos mercados que estimula um boom de investimentos nas expansões, e que fornece “estabilizadores automáticos” nas contrações — evitando que recessões moderadas se transformem em depressões, o que não seria tão esperado antes do advento do big government.

O advento do big government, no pós-guerra, reforçou uma tendência à alteração da dinâmica das expansões e das crises do capitalismo inerente a transformações verificadas nas estruturas dos mercados industriais. Entre a virada do século e o entre-guerras, o processo de concentração e centralização de capitais avançou significativamente nos EUA, na Europa e no Japão, tendendo a modificar as formas de competição inter-capitalista, com a proliferação de mercados oligopolizados. A forma de regulação monopolista da competição capitalista tornou mais rara a competição via preços, enfatizando outras dimensões da concorrência. Os preços passaram a ser mais rigidamente administrados, como instrumentos de colusão oligopolista e meios de preservação de margens de lucro.<sup>59</sup> Com isso, eram criados elementos no interior dos mercados industriais tendentes a moderar a intensidade das recessões: as crises cíclicas de super-produção de capital tendiam a deixar de ser acompanhadas por guerras de preços, e por um grande número de

<sup>58</sup> Conferir a infinidade de dados estatísticos sobre a expansão das receitas, gastos e atividades de aparelhos de Estado, em Flora et alli (1983), Vol.I, pp. 255-449.

<sup>59</sup> Ver Aglietta (1976), Glyn et alli (1990), e Guttman (1994). Sweezy, Hall & Hitch, Kalecki, Bain, Labini, Eichner, Wood e Steindl são os autores que, provavelmente, melhor analisaram as estratégias de preço dos oligopólios modernos — não há espaço para discuti-los aqui, naturalmente.

falências produtivas e bancárias.

Foi no pós-guerra, entretanto, que essas novas tendências se verificaram com maior clareza — a expansão do big government fornecia um patamar mínimo de demanda que sustentava as estratégias de preços dos oligopólios, principalmente nas crises. Foi na “era dourada”, além do mais, que a administração de preços (via mark-ups) se institucionalizou e difundiu, ao ser acompanhada, nos países capitalistas desenvolvidos, por uma significativa mudança na forma de determinação do salários — eles passaram a ser regidos por barganhas e contratos coletivos que tendiam a buscar a transferência dos ganhos de produtividade para os salários, ao invés de para os preços. Essa regra monopolista/sindicalista de determinação de preços e salários implicou, por si mesma, em uma significativa moderação da instabilidade econômica: na medida da expansão dos salários reais, a demanda agregada tendia a se expandir mais em linha com a capacidade produtiva, criando mercados de consumo de massas, de um lado, e limitando a super-produção e as guerras de preços, de outro. Seu pré-requisito, entretanto, residia naquela que foi provavelmente a modificação institucional mais imprescindível para a liberação das potencialidades expansivas do capitalismo: a relativa abolição da dependência da expansão do capitalismo em relação à escassez dos estoques nacionais acumulados de reservas internacionais.

Com efeito, não seria de esperar que a “era dourada” capitalista apresentasse seu ritmo frenético e duradouro se a expansão do financiamento da acumulação fosse tolhida por regras de criação escassa de liquidez, sob a supervisão do capital financeiro internacional. Ao desfrutar da institucionalização de controles à livre movimentação internacional de capitais financeiros, a “era dourada” representou o mais longo ciclo de expansão ininterrupta do crédito da história do capitalismo. A oferta doméstica de liquidez passou a poder ser regulada, pelos bancos centrais nacionais, de acordo com as necessidades de expansão de crédito oriundas das perspectivas de expansão dos investimentos capitalistas. Sem essa capacidade de adaptação elástica da produção de dinheiro aos desígnios expansivos da acumulação de capital, fundamentada nas políticas nacionalistas dos bancos centrais, não seria possível o boom do pós-guerra.

Com efeito, o boom do pós-guerra só foi possível com a criação de economias baseadas na expansão sustentada dos débitos. Duas transformações características do

pós-guerra possibilitaram a construção de economias ancoradas na criação elástica de liquidez: a brutal expansão da liquidez internacional sob o impacto da hegemonia monetária americana; e as restrições aos movimentos internacionais de capitais financeiros.<sup>60</sup> No pós-guerra, os fundos de ajuda econômica e militar americana, através do Plano Marshall e da remilitarização global (na defesa de países “ameaçados” por vizinhos comunistas), financiaram em grande medida a capacidade de importação das economias européias e sul-asiáticas, a despeito de seus ritmos inauditos de crescimento — sem ameaçar-lhes com a possibilidade de fuga de capitais especulativos.

Se, inversamente, os Estados nacionais não estivessem protegidos de livres movimentos internacionais de capitais, no pós-guerra, o ritmo da acumulação de capital e de gastos dos aparelhos de Estado seria mais diretamente subordinado às austeridades dos “ajustes externos”. O ritmo de expansão do crédito não poderia ser subordinado às necessidades de liquidez oriundas da acumulação de capital, pois a expansão monetária doméstica, mais cedo ou mais tarde, iria de encontro às disponibilidades de reservas internacionais e, principalmente, a especulações financeiras internacionais que tornariam insustentável a expansão do crédito doméstico a baixas taxas de juros. Nessas condições, os bancos centrais não seriam capazes de determinar as taxas de juros domésticas visando, primordialmente, estimular os investimentos produtivos, pois as taxas de juros seriam determinadas, internacionalmente, pelo capital financeiro internacional, sob o impacto da transferência de fundos em direção a países onde as taxas de juros fossem maiores e as moedas mais seguras — forçando uma elevação tendencial das taxas de juros internacionais, em um patamar tal que impossibilitaria altos níveis de demanda agregada global.

Os raios de manobra monetária das políticas de Estado, entretanto, aumentaram a partir do momento em que as reservas dos bancos centrais foram reconhecidas como moedas puramente simbólicas, cuja disponibilidade poderia ser expandida “arbitrariamente”, na busca de objetivos domésticos — por não serem o objeto de especulações financeiras internacionais. Se a política monetária buscasse reduzir níveis de desemprego, por exemplo, o custo de acesso ao redesconto bancário central poderia ser estabilizado a taxas bem baixas, de maneira a liberar créditos

---

<sup>60</sup> As questões associadas à natureza e aos limites da hegemonia monetária americana serão discutidas no capítulo IV.

baratos pelo sistema bancário — com volumosas compras de títulos no mercado aberto, também. E, com efeito, desde os anos 30, foi ampliado o leque dos papéis financeiros "elegíveis" para o redesconto bancário — tornados imediatamente líquidos pelos bancos centrais. Mas na década de 60, em particular, "as autoridades seguiram uma política de amortecimento das flutuações nas taxas de juros, naquilo que era, naquele tempo, visto como o princípio keynesiano do dinheiro barato (...) reservas estavam freqüentemente disponíveis a taxas de mercado"<sup>61</sup>. Fixadas as taxas de juros, a oferta de reservas poderia variar segundo as demandas de crédito atendidas, evitando flutuação das taxas — principalmente sua elevação. Assim, a oferta monetária podia responder diretamente às necessidades de liquidez dos agentes econômicos, criando a expansão elástica dos meios de pagamento sem a qual a "era dourada" não teria sido possível. E onde o redesconto foi direcionado para títulos específicos (como no Japão, França, e Itália), os bancos centrais se tornaram poderosos agentes de crédito das prioridades do planejamento.<sup>62</sup>

A simples existência de um emprestador de última instância e de uma janela de liquidez, junto aos bancos centrais, é uma garantia institucional que muda o comportamento bancário privado<sup>63</sup>. De pronto, tal garantia assegura aos bancos que eles sequer precisarão recorrer ao empréstimo inter-bancário de reservas, diante de necessidades momentâneas de caixa. Do ponto de vista sistêmico, o redesconto de liquidez amplia a liquidez para além do sistema bancário como um todo — o que já garante uma maior audácia de crédito, mesmo onde o sistema já era integrado por um amplo mercado inter-bancário. A partir de então, tal audácia creditícia estruturalmente garantida pode vir a ser regulada, ex-post, pela manipulação conjuntural das condições de acesso a esse mecanismo institucional — e também com a manipulação de outros instrumentos de política monetária, como se sabe. Como as reservas seriam supridas pelas autoridades sempre que necessário, passaria a depender da vontade dos bancos, em tese, atender a qualquer volume de demanda por crédito — já que a oferta de reservas se tornara muito mais "endôgena" ao

---

<sup>61</sup> Ver Chick (1993), p.20.

<sup>62</sup> Ver Zysman (1983).

<sup>63</sup> Os empréstimos de última instância devem ser diferenciados dos empréstimos de reservas associados ao redesconto de títulos, feitos para atender a necessidades correntes de liquidez pelos bancos, junto aos bancos centrais. As intervenções em última instância são feitas em termos excepcionais, de modo a proteger a estabilidade financeira sistêmica das ameaças advindas da insolvência de instituições individuais. O empréstimo de reservas através do redesconto bancário é comumente garantido a instituições solventes que passem por carências momentâneas de liquidez: ver Relatório IESP-FUNDAP, N.2, pp.20-24.

sistema financeiro (incluindo o BC), mudando apenas custo de acesso a elas, em condições normais. Ora, se devia-se garantir o acesso de liquidez ao sistema bancário, a questão passaria a ser a qual preço (intra e extra-limite punitivo). Com efeito, a política monetária passara principalmente "a atuar sobre a rentabilidade dos balanços bancários, e não sobre sua liquidez"<sup>64</sup>, de modo que os créditos podiam se expandir desde que os bancos resolvessem atender às demandas por empréstimos, ao preço sustentado pelo custo de acesso às reservas dos bancos centrais<sup>65</sup>.

Assim, se é certo que as políticas econômicas governamentais não criaram, por si mesmas, a "era dourada" do capitalismo, é provável que, sem elas, a intensidade e a duração do boom teriam sido muito menores. Se a economia de criação de débitos a baixas taxas de juros não fosse sustentada pelos novos arranjos políticos e monetários característicos do pós-guerra, o longo ciclo de expansão de créditos característico da "era dourada" não teria existido. Ao sustentar a nova forma de regulação monopolista da concorrência inter-capitalista, entretanto, as políticas econômicas governamentais ajudaram não somente a evitar o surgimento de deflações e guerras de preços, nas recessões; elas também sustentaram as estratégias monopolistas de diluição inflacionária dos custos reais de dívidas acumuladas, à medida em que o esgotamento das frentes de expansão e a saturação dos mercados industriais faziam, na virada para a década de setenta, com que a expansão dos lucros não mais acompanhasse a expansão dos débitos<sup>66</sup>.

Com efeito, à medida em que as frentes de expansão aproveitadas ao longo da "era dourada" começassem a ficar saturadas, crescentemente os orçamentos deficitários precisariam compensar a redução dos investimentos privados, se o objetivo de política econômica fosse a manutenção, a qualquer custo (ou melhor, a quaisquer preços), dos ritmos de crescimento do produto, e a garantia de baixos

---

<sup>64</sup> Chick (1993), p.19. Esse tipo de política foi alterado nos USA no final dos 70's, mas apenas por um breve período monetarista de, no máximo, três anos.

<sup>65</sup> Obviamente, as baixas taxas nominais de desconto praticadas na década de 60 foram gradualmente abandonadas durante a década de 70, com as renovadas pressões derivadas da volatilidade de preços trazidas pela interdependência entre taxas de juros e de câmbio. Em países deficitários, o aumento gradual dos fluxos de capital liberados de controles de câmbio, já antes da década de 70 os obrigava a praticar políticas monetárias preocupadas com o câmbio, como se discutirá no capítulo seguinte para o caso inglês, em que a liberdade financeira internacional era uma prioridade política central. Diante de amplas arbitragens especulativas internacionais, já não era mais possível liberar tanto a oferta de crédito quanto antes — graus de autonomia haviam sido perdidos. Quanto aos países superavitários, a oferta de crédito frequentemente aumentava mais do que o desejável, dificultando o controle doméstico de tensões inflacionárias — reais ou exageradamente imaginadas, como em grande medida no caso alemão. Sobre a histeria anti-inflacionária alemã e o superávit cambial na década de 60, ver Strange (1976), pp. 46-51, 323-332, por exemplo.

<sup>66</sup> Para o quê se segue, ver Chick (1977), Coutinho e Belluzzo (1977), Coutinho (1979), Fajnzylber (1983), cap.1, Conceição e Belluzzo (1984), Minsky (1986), Cap. 11, Belluzzo (1993), e Guttman (1994).

níveis de desemprego. E, com efeito, foi isso que foi se verificando, principalmente a partir dos meados da década de 60 (nos USA, entretanto, tal tendência foi iniciada um pouco antes). Se, a partir de um certo momento, as decisões de investimento se tornassem crescentemente insensíveis aos estímulos de política monetária, déficits orçamentários (ou investimentos estatais, de maior eficácia) seriam necessários para realizar gastos — se o objetivo fosse o de garantir um nível de gastos condizente com decisões de produzir associadas a altos níveis de emprego.

Em termos teóricos e estilizados, com o aumento gradual da renda agregada, uma propensão a consumir estável ampliaria cada vez mais, em valores absolutos, o gap existente entre os gastos induzidos em consumo e o volume total de gastos necessários para um nível de “pleno emprego” sustentável no tempo. Se, ao invés disso, a propensão a consumir estiver caindo, à medida em que a renda global estiver crescendo, os gastos em investimento privado ou orçamentários precisam estar crescendo, não só em termos absolutos, mas enquanto proporção da renda agregada, de modo a garantir dinamicamente a renovação das decisões de produzir a pleno emprego. Como várias razões (e a evidência empírica) tornam bastante realista a hipótese de redução gradual da propensão a consumir ao longo da expansão econômica do pós-guerra, um aumento dos investimentos ou do déficit orçamentário seria necessário para produzir continuamente o “pleno emprego”.

Com efeito, a taxa de crescimento populacional nos países avançados diminuiu significativamente depois do baby-boom do pós-guerra; à medida em que as rendas familiares aumentavam em termos reais, as necessidades básicas e inadiáveis de consumo já haviam sido atendidas; os novos padrões “supérfluos” de consumo de duráveis começaram a ficar saturados à medida em que novos produtos e mercados deixavam de ser criados; há limites econômicos e políticos a um processo de redistribuição de renda para setores populacionais com maior propensão a consumir etc. Todos esses fatores implicaram em uma redução gradual da propensão a consumir no pós-guerra. Eles também reduziram o mercado prospectivo para novos investimentos privados.

O esgotamento das frentes de expansão para os investimentos privados não apenas tinha o efeito de exigir uma maior proporção dos gastos públicos na renda agregada. Ora, se a sustentação de baixos níveis de desemprego estiver crescentemente dependente de déficits orçamentários, é natural que se espere que a



demanda agregada esteja crescendo antes, e à frente, do investimento em nova capacidade produtiva. Se a renda de pleno emprego vai sendo crescentemente garantida por gastos públicos deficitários, criados ad hoc, pressões inflacionárias estarão associadas a essa renda de pleno emprego. Investimentos em ativos de capital dependem de expectativas a respeito do crescimento prospectivo dos mercados que vão atender. Se o investimento fôr feito em linhas de mercado já saturadas, em que booms longos de demanda não são mais esperados e as possibilidades de mudança técnica (mesmo que incremental) estiverem se esgotando, o "preço de demanda" de tais investimentos vai estar se deprimindo. Com efeito, será mais fácil que a decisão de investir, em tais casos, seja feita depois que o crescimento da demanda estiver bem garantido — isto é, quando a margem de utilização da capacidade estiver quase plena. Em outras palavras, se o crescimento esperado dos mercados é menos otimista, seria como se a capacidade ociosa desejada se tornasse bem menor, havendo menor sensibilidade da nova decisão de investir a uma aproximação do grau de utilização a um nível de capacidade plena. Em linhas saturadas de mercado, o investimento vai tendencialmente deixando de crescer antes da demanda, para responder a um crescimento já bem adiantado ela — isto é, depois de tal crescimento. Em tais condições, o investimento se torna bem menos sensível a melhorias nas condições de acesso ao crédito — executadas, por exemplo, por políticas monetárias voltadas a incentivá-lo.

Se tais políticas monetárias não fossem bem-sucedidas em provocar uma significativa elevação dos investimentos privados (há obstáculos entre a taça e a lábios), os gastos necessários para sustentar baixos níveis de desemprego deviam ficar por conta dos déficits orçamentários do Estado. Se o investimento estiver perdendo incentivos para crescer adiante da demanda, os gastos públicos devem aumentar como proporção da renda agregada, para preencher o gap entre os gastos induzidos por uma menor propensão a consumir e o nível de gastos que assegura o pleno emprego. Com efeito, a partir de meados da década de 60 foi se acelerando o aumento dos gastos públicos como proporção da renda agregada nos países capitalistas desenvolvidos<sup>67</sup>, e principalmente do item de "Transferências de Renda" dentre tais gastos.

Em grande número de países desenvolvidos, em um momento de perda de

---

<sup>67</sup> Ver dados em Glyn et alii (1990), Chick (1977), e Flora et alii (1983).

dinamismo "espontâneo" dos mercados, o ritmo de crescimento da renda agregada foi sustentado principalmente por políticas de sustentação agregada da demanda — seus efeitos colaterais foram tanto a inflação quanto a preservação da rentabilidade de investimentos "mal-direcionados". Quanto a este último ponto, a rationale é intuitiva: quanto mais "mal-direcionado" um investimento determinado fôr em relação a demandas não-induzidas pelo governo, maior a necessidade de déficits orçamentários sustentarem suas decisões de produção, caso contrário o emprego precisa reduzir-se nos setores que perdem dinamismo "espontâneo". Políticas que definem objetivos em termos de quantidades agregadas, podem vir a não ter seletividade em relação à maneira como tais alvos são atingidos: "não importava o quê era produzido, desde que mais empregos fossem oferecidos"<sup>68</sup>. Se a liquidez pode servir para nos dar tempo para pensar, uma expansão volumosa da liquidez pode estar refletindo uma não-reflexão a respeito de quais setores tornar líquidos<sup>69</sup>, e em que termos.

Talvez a maneira como os déficits orçamentários passaram a incentivar a inflação (e eles nem sempre fazem isso)<sup>70</sup> não seja menos intuitiva. Ora, se não são mais os investimentos que crescem adiante da demanda e puxam a expansão cíclica, isso significa que as firmas estão passando a esperar uma expansão "artificial" de seus mercados, para depois investirem. Depois que investirem, o crescimento da renda se acelera (o que foi o principal motivo do mini-boom internacionalmente sincronizado de 1971-73). No entanto, o prazo de maturação dos investimentos implica em que a capacidade produtiva vai demorar a estar pronta para operar, enquanto que o ritmo da demanda corrente continua a crescer. Logo, expansões

---

<sup>68</sup>Chick (1977): p. 46.

<sup>69</sup>"Passei a achar que uma das piores coisas da doutrina de Keynes — ou talvez, do modo pelo qual ele apresentou sua doutrina — é a impressão que transmite de que a preferência pela liquidez é totalmente, e sempre, má. Pode-se entender como ele chegou a isso quando se considera a época em que ele estava escrevendo: a afirmação era então correta, mas está longe de ser sempre certa (...). O problema está na sua versão macroeconômica de curto prazo, onde uma forma de investimento parece ser tão boa como qualquer outra. Somente é levada em consideração o gasto em investimento; sua produtividade é desprezada. (Lembre-se das pirâmides!) Uma vez aceito que uma forma não é tão boa como outra, segue-se que é socialmente produtivo que o tipo de investimento seja sabiamente escolhido. E isto não pode acontecer se a decisão for muito apressada. A função social da liquidez está no fato de que ela nos dá tempo para pensar.": Hicks (1974), pp. 46-47. Acontece que as observações de Hicks são melhor dirigidas aos "Keynesianos bastardos" — uma espécie de economistas que o próprio Hicks inaugurou, em 1937 — do que, propriamente, a Keynes. Ver nota 56.

<sup>70</sup>Ao contrário do que pensam os monetaristas. Observe-se que não era sequer necessário que todos os países, individualmente, incorressem em déficits orçamentários para que, em um momento de perda relativa de dinamismo dos investimentos, os oligopólios fossem apoiados em suas estratégias de diluir o custo de suas dívidas mediante elevação de preços. Com efeito, é conhecido que, na virada da década de 60 para a de 70, os déficits orçamentários e cambiais americanos tinham um efeito incomparável na sustentação da demanda agregada global, apoiando, com isso, a revolta dos oligopólios contra seus custos financeiros.

conjunturais iniciadas não com o investimento produtivo, mas com déficits orçamentários, e depois ainda mais que impulsionadas pelos gastos em investimento antes que a capacidade produtiva por eles gerada entre em operação, implicam em tensões inflacionárias ou déficits comerciais, ou ambos. Isso acontece porque a expansão dos gastos voltada deliberadamente a produzir um pleno emprego sustentável no tempo, a qualquer custo (ou a quaisquer preços, como se verificou), defronta-se a uma capacidade produtiva dada, ou crescendo sempre a um ritmo mais lento — se as decisões de investir se tornaram mais conservadoras. Assim, o poder de mercado mesmo de firmas em mercados já menos dinâmicos poderia ser usado para impôr preços, já que a escassez de seus produtos está mais ou menos garantida diante de uma demanda "artificialmente" dinâmica, antes que suas novas capacidades de produção entrassem em cena. *Se as firmas buscarem diluir mais rapidamente seus débitos anteriores e receberem mais um novo poder de mercado, agora recentemente concedido pela expansão "artificial" da demanda, eles não deixariam de utilizar tal "concessão", con amore*<sup>71</sup>

\*\*\*

A inflação associada ao período de estagflação da década 70 certamente apresentou uma dinâmica diferente da anterior. Afinal, em um momento em que acumulação de capital produtivo perdia fôlego, era a espiral dívidas/inflação e a instabilidade cambial o principal motor inflacionário. Mas é provavelmente correto afirmar que a política anti-deflacionária da regulação moderna continuou influenciando tal dinâmica inflacionária. É claro que os oligopólios tiveram a capacidade de administrar uma escassez planejada de oferta e impôr preços, como forma de compensar a redução da demanda e o aumento dos custos fixos unitários — margens de lucro mais altas eram necessárias *para diluir custos* nos contratos de

---

<sup>71</sup> "Pode ser verificado que a true inflation ocorre quando a demanda cresce no contexto de uma capacidade plenamente utilizada, ou quando um crescimento esperado da demanda é acompanhado por uma expectativa de aumentos equivalentes nos preços de insumos(...) Políticas expansionistas vão resultar em geral em certo aumento da produção, e em certos aumentos de preços. O ponto importante é que, através do tempo, estímulos crescentemente maiores serão necessários para obter um mesmo crescimento de produção; um dado estímulo resultará em aumentos progressivamente maiores em preços e menores em produção": Chick (1977), p. 44. E Herr (1991): "Em uma situação de alta utilização do capital, a demanda governamental pode gerar uma demanda agregada em excesso e elevações de preços, sem melhorar a situação do emprego. Isso significa que enquanto os estímulos fiscais são sempre efetivos em uma depressão aguda, eles só são bem-sucedidos para aumentar a utilização de capital, a médio prazo, quando conseguem estimular a demanda por investimentos. Na visão Keynesiana, a política fiscal deve estabilizar ou melhorar a eficácia marginal do capital para ser bem-sucedida, a médio prazo": p. 166.

dívida e/ou fornecimento de commodities internacionais ou insumos diversos, afetados pelas variações verificadas ou esperadas das taxas de inflação, juros e câmbio, e pela redução no ritmo de crescimento dos mercados e dos lucros. De qualquer modo, a ação como lender of last resort dos Bancos Centrais impediu que o surgimento de instabilidades financeiras, na crise, provocasse uma deflação de ativos financeiros que podia se transmitir para guerras de preços mesmo em mercados oligopólicos — à medida em que a quebra de grandes instituições financeiras, não-amparadas por bancos centrais, poderia queimar ativos financeiros de um grande número de agentes, provocando calotes em cadeia. Se a crise não fosse amparada, também, pelo big government, as guerras de preços poderiam ser esperadas com muito maior probabilidade e, com elas, as típicas queimas de patrimônios reais e financeiros. Em síntese, se o big government e o lender of last resort não fornecessem um colchão anti-deflacionário, *é provável que a elevação dos juros para os contratos privados de dívida fosse maior que a verificada, e a luta inflacionária dos oligopólios para sobreviver aos bancos seria mais difícil* 72.

Ao amparar a luta inflacionária dos oligopólios contra os bancos, entretanto, as políticas econômicas incentivavam, por sua vez, a revolta dos financistas. Acontece que as elevações de preços eram estratégias monopolistas para diluir os custos reais de seus débitos para com os sistemas bancários. Ao verem a diluição do valor real de seus ativos, a reação dos credores foi a de embutir spreads muito instáveis contra o risco de aceleração inflacionária, o que afastava as taxas de juros da conformação em torno a níveis estáveis. Isso corroe a eficácia de uma política de estabilização e controle de juros através da regulação dos custos de acesso bancário às reservas dos bancos centrais, por meio da janela de redesconto de liquidez. No contexto da instabilidade cambial trazida pelo regime de taxas de câmbio flutuantes da década de setenta, os controladores de excedentes financeiros passaram a diversificar seus portfólios internacionais e acentuar a especulação nos mercados cambiais, fugindo das moedas que eram objeto das mais violentas estratégias de

---

72 Ver Minsky (1986), cap. 3, 4, 10 e 11, e Guttman (1994), caps. 6-7. Veja-se a lapidar formulação de Minsky (1986): "A inflação acelerada, ainda que cíclica, entre 1966 e 1982 pode ser imputada ao rápido crescimento das transferências (de renda governamental aos cidadãos), dos gastos municipais e estaduais, e explosões do gasto militar (...) Os alvos quantitativos governamentais, junto à crença de que o governo vai financiar o alcance de tais alvos, são uma espécie de concessão de poder de mercado tanto para as firmas quanto para os trabalhadores responsáveis por tal produção. A história e a teoria ensinam que tal poder de mercado não vai deixar de ser usado (...) Nossas instâncias de governo a nível estadual, local e federal, tanto como empregados como gestores de transferências de renda, não são apenas grandes, como têm crescido rapidamente (...) Quando o Big Government cresce mais rapidamente que a produção da economia, induz-se a inflação.": cap. 10.

diluição dos custos reais de dívidas por parte dos oligopólios, que buscavam, contra os bancos, denominar dívidas em moedas tendentes a perder valor, até a maturação do débito.

De um modo mais fundamental, as transformações estruturais trazidas pelo desenvolvimento dos mercados internacionais de crédito carcomeram a capacidade de regulação do crédito das autoridades monetárias nacionais<sup>73</sup>. O surgimento do mercado de euro-dólares, a partir do final da década de 1950, significou a reconstituição de um sistema financeiro privado altamente globalizado, ágil e desregulado, não sendo controlado por qualquer banco central especificamente (por estar offshore, além de jurisdições nacionais). Na década de 70, tais transformações financeiras institucionais, aliadas aos distúrbios no sistema monetário internacional, corroeram a eficácia das políticas monetárias acomodatórias voltadas à estabilização dos juros — essas políticas não eram capazes de contrarrestar, por si mesmas, a revolta dos financistas. Desde a década de 60, entretanto, o acesso de bancos internacionalizados a empréstimos de reservas no mercado inter-bancário do Euro-mercado garantia-lhes a criação privada de moedas políticas nacionais através de empréstimos em divisas internacionais — questionando, assim, a seignorage político-monetário dos bancos centrais, em certo território nacional. O euro-mercado também facilitou brutalmente a tarefa de especulação nos mercados cambiais, ao facilitar a transferência de depósitos para dentro e para fora de sistemas bancários nacionais.

Na década de 80, por sua vez, o avanço da securitização — o assim chamado, um tanto incorretamente, processo de “desintermediação” bancária — tornou inócuos os instrumentos de política monetária voltados a controles das atividades dos bancos. O surgimento de diversas inovações financeiras, com a difusão acelerada de títulos a curtíssimo prazo e depósitos remunerados (além de cheques especiais e cartões de créditos, etc.), garantiram a remuneração de compradores e depositantes apesar da alta liquidez, ou permitiram créditos imediatos, saques a descoberto etc. Além disso, títulos de diversos prazos passaram a poder ser trocados nos mercados financeiros internacionais. Com isso, se tornou mais difícil a centralidade da política monetária em algum dos agregados monetários fundamentais (as fronteiras entre

---

<sup>73</sup> Ver Strange (1976), cap. 2 e 6, Ferreira & de Freitas (1990), IMF (1991), pp. 7-16, 19-23 e, principalmente, 25-30, Pádua Lima (1985), pp. 152-238, Miranda (1992), pp. 235-249, Relatório IESP/FUNDAP VI, cap. 1 e 3.

M1, M2, M3 etc., se tornaram mais difíceis de distinguir), representando o esforço dos bancos em preservar sua capacidade de responder endogenamente às demandas por financiamento a despeito dos controles centrais de política. Por outro lado, mesmo os fundos financeiros que continuaram fluindo através da intermediação bancária se tornaram mais desregulados, com o avanço do processo competitivo internacional de flexibilização dos controles aos bancos<sup>74</sup>.

Entre 1979 e 1982, o padrão da política monetária americana foi alterado, em grande medida para responder a tais mudanças na institucionalidade financeira internacional, mas principalmente para defender a escassez internacional do dólar. Nem assim, entretanto, a política monetária conseguiu garantir eficácia e autonomia, apesar da tentativa de trocar uma política voltada à estabilização dos juros por uma política de controle dos agregados monetários — deixando os juros variarem de acordo com a demanda por fundos de financiamento, em tese. O objetivo era o de conter a revolta dos financistas contra o dólar, possibilitando que títulos denominados em dólar passassem a registrar taxas de juros reais positivas, contra a estratégia dos oligopólios de diluir o valor de débitos denominados em dólar, mediante elevações de preços não-cobertas pelos juros. Caso a política monetária, naquelas condições institucionais, não tomasse o partido dos credores em revolta, as especulações financeiras contra o dólar, nos mercados cambiais, diluiriam o valor do dólar em uma espiral viciosa de desvalorização cambial/inflação que, provavelmente, conferiria maior fôlego político à revolta dos governos europeus contra o papel privilegiado do dólar como moeda internacional.

Ao permitir a fuga rápida de moedas ameaçadas por desvalorizações, a integração dos mercados monetários carcomeu gradualmente a capacidade dos bancos centrais de determinar as taxas de juros domésticas visando, primordialmente, estimular os investimentos produtivos domésticos. Com efeito, a re-integração financeira internacional exigiu a instrumentalização da política orçamentária e da monetária — principalmente através da oferta de títulos da dívida pública no open-market — para o objetivo de influenciar as taxas de câmbio. Principalmente depois do surgimento das taxas de câmbio flutuantes e da brutal expansão dos mercados internacionais de crédito na década de 70, passou a pairar sobre as políticas dos Estados nacionais a ameaça representada por um imenso

---

<sup>74</sup> Ver Helleiner (1994 a) e (1994 b).

volume de capitais muito flexíveis a curto prazo — que se voltavam a movimentos especulativos aproveitando diferenciais internacionais de juros, e variações antecipadas das taxas de câmbio. Como as taxas de juros dos diversos países passaram a influenciar-se mutuamente através das arbitragens internacionais do capital especulativo, com mais violência do que antes de 1973, a constante ameaça de deflação dos títulos de dívida pública e de crise cambial — uma podendo vir antes da outra, e vice-versa, ou ambas ao mesmo tempo — reduziu graus de autonomia para as políticas orçamentárias e monetárias domésticas: diante do financiamento privado internacional dos déficits cambiais e orçamentários, as políticas de financiamento dos déficits precisavam aqui e ali competir por fundos especulativos, como se trocassem os reféns nas mãos de seqüestradores. Ou seja, o poder de veto dos financistas internacionais foi tremendamente aumentado<sup>75</sup>.

Dessa maneira, o mercado monetário passou a se re-articular intimamente com os mercados cambiais, através dos efeitos que os fluxos internacionais de hot-money tinham sobre as contas externas dos diversos países. A política monetária perdeu graus de autonomia regulatória nacional porque ocorreu uma "dupla solicitação" sobre ela: ela não precisava apenas voltar-se aos objetivos internos de controle monetário, devendo também ter como alvo os mercados cambiais — em função do efeito que diferenciais de juros exercem sobre fluxos internacionais de capitais. Mais que isso, a oferta de títulos de dívida pública como instrumento central de política monetária pode implicar em uma "tripla solicitação", agregando às demais as necessidades de financiamento das dívidas públicas de alguns países, articuladas a capitais externos de empréstimo<sup>76</sup>. Com isso, o fato de que as moedas nacionais voltaram a ser fáceis e lucrativos objetos de especulação financeira internacional restaurou os poderes de veto dos financistas internacionais, em relação aos Estados-nação. Os governos que não cuidarem, "disciplinadamente", da credibilidade de suas políticas junto aos mercados financeiros internacionais, sofrem as dificuldades de financiamento de déficits cambiais e orçamentários — amargando, então, instabilidades inflacionárias, internacionalmente assimétricas, é verdade.

Por outro lado, como os custos para o Estado da intervenção anti-deflacionária não foram compensados pelo lado das receitas, a crise do capitalismo, em sua nova

---

<sup>75</sup> Essas questões serão discutidas mais rigorosamente no capítulo V.

<sup>76</sup> Principalmente nos casos americano e inglês: ver Miranda (1992), pp. 141-174, para uma análise comparada de estratégias de financiamento de déficits públicos.

forma de manifestação, atingiu em cheio o próprio equilíbrio orçamentário do Estado<sup>77</sup>. A crise capitalista não mais se manifestava na forma de grandes liquidações deflacionárias, mas tampouco deixava de ser crise — com o aumento da preferência pela liquidez e a retração diante da iliquidez e incerteza dos investimentos produtivos. A diferença agora estava em que "as crises de curto prazo não conseguem mais digerir as estruturas capitalistas, queimando capital e recompondo as taxas de lucro. Ao contrário, os ciclos é que passam a ser 'digeridos' pelos grandes blocos capitalistas"<sup>78</sup>. Isto é, os oligopólios passaram a executar seu ajustamento patrimonial com inflação, diluindo os custos de suas dívidas, comprando títulos de dívida pública e passando a especular nos mercados cambiais, enquanto defendiam a rentabilidade da riqueza "velha" das ameaças trazidas pela redução da demanda e pelo acirramento da concorrência — não investindo em riqueza "nova" enquanto a riqueza "velha" precisasse ser protegida e amortizada. Mas o outro lado de seu ajuste estagflacionário monopolista é o desajuste dos orçamentos e do financiamento do Estado.

Isto é, enquanto as inovações do mercado financeiro internacional privado restringiram o controle das políticas monetárias nacionais sobre a oferta monetária doméstica, também as tornaram gradualmente dependentes, enquanto políticas de financiamento dos déficits cambiais e orçamentários, das vicissitudes e condições dos mercados financeiros internacionais. E com a difusão da lógica financeira na gestão dos patrimônios privados, os impostos ficavam esperando investimentos privados que não vinham, e a política orçamentária ficava inter-dependente às políticas monetária e cambial — de modo a restringirem-se mutuamente. A ironia da regulação estatal no período de crise da acumulação capitalista, a partir da década de 1970, é que patrocinou a inflação dos ativos privados, a deflação dos títulos de dívida pública e movimentos instáveis nos mercados de câmbio — cuja direção dependia em cada caso das assimetrias econômicas internacionais e dos graus de autonomia restantes às políticas monetárias e orçamentárias.

---

<sup>77</sup> Ver Coutinho (1979), pp. 43-46, e Glyn et alii. (1990), pp. 60-62 e 95-97.

<sup>78</sup> Coutinho (1979), p. 40.



### III • **Finanças Desindustrializantes: Política Econômica e Interesses Capitalistas na Crise da Hegemonia Monetária Internacional da Grã-Bretanha**

No capítulo anterior, argumentou-se que o boom da “era dourada” do capitalismo só foi possível mediante a criação de uma economia baseada na expansão sustentada dos débitos. O ritmo frenético da acumulação produtiva de capital não teria se realizado sem que novos arranjos políticos e monetários eliminassem, em grande medida, a dependência da expansão do capitalismo em relação à escassez dos estoques nacionais acumulados de reservas internacionais. Sob o impacto da brutal expansão da liquidez internacional sob a hegemonia monetária americana, e das restrições aos movimentos internacionais de capitais financeiros, a oferta doméstica de liquidez passou a poder ser regulada, pelos bancos centrais nacionais, de acordo com as necessidades de expansão do crédito oriundas das perspectivas de expansão dos investimentos capitalistas.

Sem essa capacidade de adaptação elástica da produção de dinheiro aos desígnios expansivos da acumulação de capital, fundamentada nas políticas nacionalistas dos bancos centrais, o longo ciclo de expansão ininterrupta do crédito a baixas taxas de juros, que foi característico da “era dourada” para os países que por mais tempo a desfrutaram, teria sido, inversamente, fragmentado em vários ciclos curtos de expansão e contração do crédito, com recorrentes elevações das taxas de juros motivadas pela perspectiva de desvalorização da moeda, à medida em que o auge de moderadas expansões fosse de encontro à fragilidade da posição externa da economia.

O caso inglês no pós-guerra foi típico dessa situação Stop-Go: aí, arranjos políticos e monetários voltados a financiar antigos compromissos imperialistas de política externa funcionaram como uma barreira ao ritmo de expansão do capital produtivo. Assim, a economia inglesa não desfrutou da brutal expansão da liquidez internacional sob o período “benigno” da hegemonia monetária americana, antecipando, em seu interior, a revolta dos financistas que seria uma característica global do período de crise da hegemonia monetária americana — quando as políticas americanas, sob o veto dos credores, passaram a drenar os excedentes financeiros

globais para dentro da própria economia americana. O caso inglês não pode ser explicado por teorias funcionalistas do papel do Estado em sociedades capitalistas. O que lhe é marcante é não uma intervenção estatal voltada para a "racionalização" ou "modernização" do capitalismo, mas ao contrário a passividade governamental diante de ameaças à força e dinamismo do capitalismo britânico.

Modelos genéricos de previsão da ação estatal, como o de *Offe*<sup>79</sup>, por exemplo, argumentariam que o "interesse institucional" do Estado em uma sociedade capitalista, independentemente do governo que oriente sua política, seria o de promover as condições mais favoráveis à acumulação capitalista da qual o Estado é dependente. Tal modelo enfatiza a "dependência estrutural" do Estado diante do "sistema" em que se insere, mas acaba "prevendo" a ação estatal até demais — determinando-a desde uma inserção sistêmica. Não se pode prever que o Estado irá sempre promover "as mais favoráveis condições" para a acumulação de capital — em primeiro lugar, porque não há uma única direção possível para a acumulação de capital. Como sequer existe necessariamente uma plena identidade de interesses entre os capitalistas (mesmo que a classe fosse fracionada apenas em segmentos amplos e agregados como o industrial, o financeiro, o comercial, o nacional, o global), não se pode esperar que o Estado — seguindo o seu "interesse institucional" — venha a apoiar os interesses "gerais" e "principais" associados à acumulação capitalista: do ponto de vista da política econômica, não há uma leitura única de quais sejam os interesses "principais" do "capital".<sup>80</sup>

As teorias do Estado capitalista não podem prever, em seu plano genérico de abstração, quais prioridades serão buscadas em contextos específicos de acumulação. Sob condições específicas de acumulação, não há uma resposta única quanto a quais prioridades políticas serão buscadas: como em outras questões políticas controversas, o resultado é uma contingência do processo político de tomada de decisões. Os governantes não são capazes de ler qual "o" interesse institucional de Estado

---

<sup>79</sup> *Offe*, K. (1985).

<sup>80</sup> Além da concordância mínima entre os capitalistas, a de pelos menos continuarem capitalistas. Mas os diversos interesses obviamente não se reduzem a esse mínimo. O fato de que alguns busquem continuar capitalistas, aliás, pode fazer com que outros deixem de serem. A análise dos fracionamentos da classe capitalista, de acordo com o modo como as diversas frações dessa classe gerem seus projetos particulares de valorização de capital, e os efeitos desses fracionamentos sobre as coalizões de interesses articuladas às políticas de Estado, foram seminalmente estudadas por N. Poulantzas (1968) e, principalmente, (1974), Parte II. A análise, e as conseqüentes exigências revolucionárias, de Poulantzas (1968) — seguindo Pasukanis (1924) — a respeito das estruturas jurídicas do poder burguês, é a premissa ("em primeira instância") teórica fundamental dessa dissertação. A respeito dessas premissas, ver, também, a coletânea de ensaios de Saes (1994), especialmente o cap. 1.

associado às condições mais favoráveis "à" acumulação de capital, pois mesmo os interesses dos capitalistas não necessariamente se identificam coletivamente a uma única estratégia possível de acumulação de capital. Como os governos não são capazes de ler quais condições seriam mais favoráveis a essa única direção para a acumulação — pois sequer existe essa única estratégia de acumulação —, a ação estatal é muito mais contingente da política do que seria de se prever a partir de dedução "sistêmica" de seu conteúdo. As condições e a natureza da intervenção estatal são muito mais contingentes de arranjos históricos particulares do que de uma lei geral derivada da própria "essência" do modo capitalista de produzir. Como argumenta Bob Jessop, "os interesses do capital em geral não podem ser identificados fora do contexto de estratégias de acumulação historicamente específicas, e não existe qualquer forma de Estado que possa servir, sem ambigüidades, como um esqueleto político favorável para promover tais interesses".<sup>81</sup> O caso inglês decididamente não pode servir de evidência para teorias sistêmicas da função do Estado sob o capitalismo.

Acontece que as políticas econômicas inglesas no pós-guerra não apenas não conseguiram estimular a revitalização da indústria britânica em um contexto de crescente competição internacional. Ao contrário, elas tenderam a reforçar os mais evidentes traços de debilidade comparativa da economia inglesa: as menores taxas de crescimento do produto, de investimento, produtividade e competitividade comercial entre as cinco maiores economias do mundo, durante o ciclo longo de expansão do pós-guerra.<sup>82</sup>

É óbvio que tais resultados não foram produto de políticas deliberadamente voltadas para produzir o declínio econômico inglês. Por assim dizer, foram subproduto de responsabilidades contraditórias de política econômica, institucionalizadas desde os primeiros anos do pós-guerra (até 1948 aproximadamente), e que não foram seriamente questionadas até o final da década de 60, quando já parecia tarde demais. Especificamente, foi o caráter das responsabilidades de política externa assumidas pelo gabinete trabalhista a partir de 1945, e continuadas pelos governos conservadores e trabalhistas das décadas de 50 e

---

<sup>81</sup> Jessop, R. (1983), p. 159.

<sup>82</sup> Apenas os Estados Unidos se equiparam com algumas das taxas inglesas, mas a partir de níveis absolutos muito maiores. Ver várias tabelas in Gamble (1981), capítulo 1.

60, que limitou seriamente até os moderados compromissos do Tesouro em relação ao pleno emprego, quanto mais as tentativas de intervenção industrializante surgidas na década de 60.<sup>83</sup> Antigos propósitos imperialistas continuaram orientando a política externa, em novos contextos que faziam de tais propósitos um fardo altamente custoso para a economia inglesa.

Em linhas gerais, ocorria que o governo trabalhista se comprometeu precocemente com a restauração da conversibilidade da libra em 1947, como condicionalidade nas negociações com os USA sobre a concessão de um vultuoso empréstimo externo, ainda em 1945. A partir de 1947, observamos a história do fracasso da tentativa política de preservar a libra como moeda-reserva internacional, *sujeita a ataques especulativos recorrentes apesar da orientação política abertamente voltada a preservar seu valor internacional*.<sup>84</sup> O compromisso precoce com a preservação do clássico papel financeiro da City de Londres como um centro privado das finanças internacionais, e as decisões voltadas à preservação política do Império britânico, implicaram em um padrão perverso de política econômica capitaneado pelo Tesouro e pelo Banco da Inglaterra.

Tal padrão de gestão macroeconômica subordinava objetivos políticos domésticos à preservação da taxa cambial da libra em relação ao ouro, o símbolo do compromisso político de garantir um prestigioso papel internacional à Inglaterra, na nova ordem do pós-guerra. O Tesouro comprometeu-se com um supostamente automático ajuste doméstico, ao sabor da confiança internacional na libra. Quando o balanço de pagamentos se tornava superavitário, permitia-se uma expansão orçamentária que estimulava a demanda agregada e o nível de emprego; a reversão

---

<sup>83</sup> Ver Blank, S. (1978), Hall (1985), Gamble (1981).

<sup>84</sup> Isso parece estar em aberta contradição com a visão exageradamente "politicista" de B. Einchengreen (1994), a respeito das condições fundamentais mediante as quais um governo pode defender a paridade de sua moeda — afinal, não haverá um Estado que tenha perseverado por mais tempo na tentativa de defender patrimônios financeiros denominados em sua moeda, evitando desvalorizações externas e assumindo a austeridade necessária para tal, e com tamanho consenso bi-partidário a respeito da necessidade de assim fazê-lo, a despeito de quaisquer resistências políticas internas. A visão de H. Herr (1991) sobre a necessidade de um *brand name capital* do governo responsável pela garantia de uma paridade cambial, junto ao capital financeiro internacional, *mas de sua absoluta insuficiência, a médio prazo, sem um bom resultado estrutural na conta de transações correntes*, é muito mais equilibrada que a de Einchengreen. Ironicamente, Einchengreen (1989) chega perto de sugerir isso em sua controvérsia com C. Kindleberger, argumentando ter existido uma pequeníssima probabilidade de que uma mais forte intervenção de lender of last resort internacional por parte dos EUA, meramente, fosse capaz de garantir a defesa da paridade ameaçada da libra esterlina, no início da década de 1930: " (...) se a perda de confiança tinha uma base em fundamentos econômicos, nenhum montante de créditos a curto prazo teria feito mais do que meramente atrasar a chegada da crise, na ausência de medidas voltadas a eliminar os desequilíbrios estruturais" (!): p. 302 (grifos meus). Nessa última citação, Einchengreen só não utilizou a noção de "desenvolvimento desigual" por não ter uma formação intelectual marxista.

cíclica da expansão, no entanto, não se dava no intuito de manejar objetivos domésticos. Quando a confiança financeira na libra era abalada pelo surgimento de restrições externas ao longo da expansão, o Tesouro buscava recuperá-la com orçamentos domésticos restritivos. O manejo da demanda agregada não se orientava, a não ser retoricamente, pelas metas Keynesianas anti-cíclicas de equilíbrio entre pleno emprego e inflação. Ao invés de se orientar por objetivos domésticos, subordinava-os às vicissitudes dos mercados cambiais. Associada à manipulação pelo Bank of England das taxas básicas de juros com vista à atração cíclica de volumes extras de hot-money, a política de stop-go do Tesouro não era propriamente Keynesiana — sonhava restaurar o automatismo da regra do padrão-ouro. A preferência por políticas "deflacionárias" diante de crises externas, e a recusa em desvalorizar a libra mesmo quando era clara a incapacidade estrutural em manter o seu papel como moeda-reserva, impôs grandes fardos sobre o ritmo de acumulação de capital produtivo. Submetia-o a súbitos breaks que desalentavam os incentivos para investimento em nova capacidade produtiva.

Por outro lado, a organização da relação entre capital financeiro e industrial no capitalismo inglês não apenas diminuía a resistência a um tal padrão de política econômica — também dificultava a formação de uma alternativa a ela. A criação de solidariedades entre o capital financeiro e produtivo não é uma característica intrínseca ao capitalismo enquanto modo de produção. É o produto institucional de certos arranjos históricos particulares, não característicos do padrão inglês de desenvolvimento.<sup>85</sup> A separação entre o capital financeiro e o industrial na Inglaterra produziu efeitos não somente econômicos, como também políticos: criava uma definição não-idêntica de interesses. Além de fazer de tais interesses dificilmente complementares em torno a estratégias comuns de acumulação, tornava-os virtualmente contraditórios.

Com efeito, o sistema financeiro não identificou seus interesses aos das firmas industriais inglesas: suas aplicações não dependiam da rentabilidade dos investimentos produtivos. Não havia instituições financeiras especializadas em crédito a longo prazo para a indústria, de maneira que as finanças não se direcionavam, via sistema bancário, a estratégias cooperativas de melhoria das condições de competitividade da indústria. Como os bancos apresentavam uma

---

<sup>85</sup> Ver Zysman (1983), por exemplo.

visão liquidacionista, curto-prazista, as firmas precisavam depender em demasia de seus lucros acumulados para projetos de expansão.

Além disso, não havia motivos para que a City resistisse ao padrão de gestão macroeconômica tão perverso aos interesses produtivos, pois a manutenção da libra como moeda-reserva era condição de ampliação de seus negócios internacionalistas. Uma taxa de câmbio sobre-valorizada, altas taxas de juros e contenções abruptas do gasto governamental prejudicavam interesses industriais domésticos, mas impediam maiores abalos da confiança internacional na libra. Quando, na década de 60, a preocupação generalizada com a perda de competitividade das exportações britânicas e com o aumento das importações industriais levou à elaboração de políticas de apoio à indústria, o padrão tradicional de desregulamentação governamental dos negócios financeiros foi um poderoso constrangimento institucional à eficácia das políticas industriais. Tais políticas não podiam contar com o mais poderoso instrumento de incentivo à inversão industrial em setores modernos: a alocação dos fluxos financeiros do sistema creditício.<sup>86</sup> Seja como for, as políticas de stop-go mantiveram então o padrão de desaceleração do crescimento econômico — durante a mais prolongada e definitiva crise da libra como moeda-reserva, de 1964 a 1967 —, e não há incentivos aos investimentos que resistam tanto tempo a políticas recessivas tão recorrentes. No final da década de 60, aliás, aparentemente fôra a City que articulara as corporações industriais a seu projeto, e não o contrário. A transformação de Londres em um dos centros financeiros do Euromercado, desde o final da década de 1950, transacionando em várias moedas sem regulamentação, foi acompanhada por uma substancial orientação das grandes corporações para aplicações financeiras e investimentos externos — como se perdessem a confiança e o compromisso, ou ainda a dependência, com negócios domésticos no setor produtivo.<sup>87</sup> Ironicamente, quando a City deixou de depender da libra, as corporações deixavam de depender tanto de investimentos industriais domésticos. Tendências “rentistas” e internacionalistas acentuadas, aliás, com as políticas da Era Thatcher (que está além do escopo desse capítulo).

---

<sup>86</sup> Ver Zysman (1983), cap. 4.

<sup>87</sup> Ver Lisle-Williams (1986), p. 254 e Marsh e Locksley (1983), p. 43.

### *III. I - A formação da política externa do pós-guerra: antecedentes e problemas*

O desenvolvimento industrial britânico dependeu desde suas origens da posição privilegiada da Inglaterra no comércio internacional. A primeira revolução industrial representou a aplicação da energia do vapor à manufatura têxtil, e "quem quer que fale em Revolução Industrial fala em algodão".<sup>88</sup> O algodão era, entretanto, matéria prima importada, e os mercados mais dinâmicos para as exportações têxteis eram aqueles abertos pelo poder político e comercial inglês no exterior. A capacidade política inglesa de abrir mercados para as exportações manufatureiras e proteger militarmente os fluxos de comércio garantia a força da potência industrial originária. O segundo ciclo da revolução industrial originária ocorreu a partir de meados do séc. XIX, com a aplicação de desenvolvimentos tecnológicos no manejo do ferro (e depois do aço) ao transporte ferroviário e à navegação. A industrialização produzia agora bens de capital, substituindo os têxteis pelas ferrovias como o produto essencial ao dinamismo da acumulação. Surgira a era das maciças exportações de capital inglês para o financiamento externo da criação de uma malha ferroviária européia, americana e na periferia internacional. Remonta a essa época o reforço da orientação internacional do sistema financeiro inglês.

O sistema bancário inglês nunca manteve uma íntima ligação com o investimento industrial — ela não era sequer necessária. Os investimentos requeridos para a manufatura do algodão nas oficinas têxteis não eram elevados, e podiam ser facilmente financiados com lucros acumulados em negócios anteriores, e ao longo da própria produção têxtil. O sistema financeiro passou a financiar investimentos produtivos de forma maciça apenas com os requerimentos elevados de capital das malhas ferroviárias. Aí, entretanto, sua ligação não se limitou à malha ferroviária inglesa. Ao contrário, cresciam os investimentos externos orientados para áreas não tão ricas quanto à Inglaterra, incapazes de financiar autonomamente a explosão das ferrovias. A partir de 1870, em particular, a orientação dos investimentos externos concentrou-os crescentemente na região do Império e da América Latina, mas principalmente nas regiões mais desenvolvidas dentre elas (Argentina, Canadá, Austrália, Brasil e Índia, essencialmente). Ver dados sobre exportação de capital:

---

<sup>88</sup> Ver Hobsbawn (1978), p. 56.

	A	B	C	D
1	<b>Ano</b>	<b>Império (%)</b>	<b>Am.Latina (%)</b>	<b>Total(%)</b>
2	<b>1860's</b>	<b>36</b>	<b>10.5</b>	<b>46.5</b>
3	<b>1880's</b>	<b>47</b>	<b>20</b>	<b>67</b>
4	<b>1900-13</b>	<b>46</b>	<b>22</b>	<b>68</b>
5	<b>1927-29</b>	<b>59</b>	<b>22</b>	<b>81</b>

Fonte: Hobsbawm (1968), p.148

A Inglaterra industrial sempre apresentara, paradoxalmente, um déficit em transações comerciais com o resto do mundo, apesar de seu poder manufatureiro. Tal déficit atestava sua dependência de um comércio exterior complementar à sua pauta de exportações: a partir de 1830, enquanto passava a exportar têxteis essencialmente para mercados pobres, dependia de matérias-primas para sua indústria e alimentos para sua população. A partir de 1870, entretanto, seus déficits comerciais aumentaram, por conta do fechamento de áreas periféricas em zonas imperiais de comércio, pelo aumento do protecionismo industrial nos países mais desenvolvidos e pela forte modernização siderúrgica na Alemanha e USA, principalmente. Tais déficits não seriam motivo de grande preocupação (como viriam a ser no pós-II Guerra), pois eram mais que compensados pelo superávit gerado por transações "invisíveis", como transporte marítimo, juros e dividendos de investimentos externos, serviços de apoio às transações internacionais e comissões de serviços de seguro. A partir de então, "a posição internacional da economia inglesa se tornou crescentemente dependente da inclinação inglesa em investir e emprestar no exterior seus superávits acumulados".<sup>89</sup>

A mudança de contexto na competição internacional não foi enfrentada pela Inglaterra através da modernização industrial, mas pelo aproveitamento continuado das vantagens trazidos por seu pioneirismo e por sua relação peculiar com regiões periféricas. O controle sobre regiões do Império formal e informal garantiu um refúgio para as exportações inglesas diante de novos competidores, e a ampliação das exportações de capital e serviços garantia o superávit necessário para financiar suas importações e seu papel militar no exterior. Enquanto a expansão

---

<sup>89</sup> Ver Hobsbawm (1978), p. 146.



industrial de alguns países europeus era financiada com relações mais íntimas entre o sistema financeiro e a indústria<sup>90</sup> — o caso "clássico" é a Alemanha —, a estrutura industrial inglesa continuou sujeita a padrões familiares de propriedade e gerência, a uma distância segura de bancos e do Estado. Com um setor financeiro e comercial orientado para o financiamento de inversões externas, do comércio internacional e do fornecimento de serviços de transporte e seguros do qual o sistema de transações internacionais era dependente, o padrão de inserção inglesa em um novo contexto internacional assumiu novas características. A posição internacional inglesa dependia crescentemente dos negócios da City de Londres ao invés de seu poder manufatureiro tradicional, e a importância conferida à estabilidade da libra esterlina associava-se à necessidade de mantê-la como principal moeda das transações internacionais.

A mudança institucional característica da Inglaterra não fôra a cooperação entre o sistema financeiro e o industrial, mas sim a compensação da lenta perda de competitividade industrial com um intenso e bem-sucedido drive exterior de seus capitais financeiros e comerciais. Remonta ao período de 1870 a 1913 a importância assumida pelo Bank of England, ainda privado, na regulação do sistema internacional de pagamentos. Como se discutiu no capítulo anterior, era principalmente da Inglaterra que partiam os capitais compensatórios capazes de financiar déficits cambiais no sistema de transações internacionais, lubrificando as engrenagens do mercado mundial. Até 1914, as indústrias inglesas perdiam competitividade nos novos setores de intensa integração científico-tecnológica e de economias crescentes de escala, como a química, a eletrotécnica, máquinas e equipamentos, e mesmo de inovações siderúrgicas (no qual as primeiras inovações foram inglesas).<sup>91</sup> Aparentemente, capitalismo, na Inglaterra, foi passando a ser sinônimo mais de "rentismo" internacional e imperialismo, e menos de inovação produtiva. Esse quadro mudou no período entre-guerras, entretanto.

A I Guerra Mundial teve um efeito imediato sobre os fluxos internacionais de

---

<sup>90</sup> Ver Landes (1968), cap. 4 e 5.

<sup>91</sup> Dados em Hobsbawn (1968), pp. 180-181. "A economia inglesa como um conjunto tendia a retrair-se da indústria em direção ao comércio e às finanças, onde nossos serviços reforçaram competidores atuais e futuros, mas faziam lucros muitos favoráveis. Os investimentos externos ingleses anuais começaram na realidade a exceder sua formação líquida de capital internamente, por volta de 1870. O que é mais, crescentemente os dois se tornaram alternativos, até que na Era Eduardiana vejamos o investimento doméstico cair quase sem interrupção, enquanto o investimento externo aumentou": pp.191-192.

pagamentos. Com sua eclosão, a reação da City foi cessar novos créditos, deixando de rolar dívidas anteriores e exigindo pagamento imediato de empréstimos. Tais exigências foram respondidas com a decretação de moratórias temporárias, recusas completas de pagamento e controles de câmbios — pelo menos por parte de países soberanos o suficiente para a tomada de tais decisões. A contração do financiamento ao comércio internacional e os efeitos físicos da própria guerra também provocaram uma retração no comércio, afetando os setores exportadores da economia inglesa — mas em níveis nada parecidos aos da Grande Depressão pós-1929. Ao final do conflito, a Inglaterra deixara de ser a maior nação credora do mundo, acumulando uma substancial dívida de guerra com os USA. Apesar da piora da posição externa inglesa ao final do conflito, a força das idéias ortodoxas — e dos interesses internacionalistas a elas associadas — levou o Bank of England, ainda privado, a buscar restaurar a mesma paridade libra-ouro do pré-guerra, apesar da inflação acumulada de 15% em 1923 em relação ao nível de 1914.

A sobre-valorização da libra em relação ao dólar, que não sofreu inflação interna, e em relação a moedas cuja taxa de câmbio foi substancialmente desvalorizada, teve efeitos deletérios sobre a competitividade das exportações manufatureiras inglesas. Apesar da redução negociada em 43% das dívidas inglesas junto ao governo americano em 1923, a sobre-valorização cambial teve claros efeitos recessivos sobre os setores industriais exportadores. Ficou clara a intenção de subordinar tais interesses ao intuito de restaurar o papel da City de Londres como centro financeiro e comercial do sistema internacional de transações. Com efeito, tal política garantia que, em meados da década de 20, uma libra forte tivesse permitido uma recuperação fantástica da City: seus investimentos externos rendiam mais do que nunca, e assim também com as outras fontes "invisíveis" de renda.<sup>92</sup> Tudo isso, às custas de uma forte recessão doméstica, antes nos "preparativos" e mais ainda depois do retorno pleno da conversibilidade, em 1925. A elevação das taxas de juros voltada a garantir o valor da libra acentuou os efeitos recessivos da sobre-valorização da taxa de câmbio — em 1926, a Inglaterra passou pela primeira greve geral do século, que redundou em grande fracasso para os setores organizados dentre os trabalhadores.

O início da grande depressão em 1929, entretanto, marcou o início da crise

---

<sup>92</sup> Ver Hobsbawn (1968), p. 210.

final do padrão internacional ouro-libra do pré-guerra. Apesar dos grandes esforços para restaurá-lo no entre-guerras — às custas de vários processos de deflação e desemprego acentuados, na Inglaterra e em outros países —, a crise financeira do mercado de capitais de Wall Street afetou em cheio o sistema bancário americano, e a elevação prévia das taxas de juros em New York não apenas acirrou a crise internamente, como também a exportou com uma velocidade impressionante.<sup>93</sup>

Ironicamente, coube ao Partido Trabalhista inglês — cujos braços sindicais foram fragorosamente derrotados pela resistência de Churchill em defender a libra e acentuar a recessão, em 1926 — a intenção de defender a libra "a qualquer custo". O gabinete trabalhista formado em 1929, liderado por MacDonald e Snowden, respondeu à crise com medidas tipicamente ortodoxas, com elevação das taxas de juros, resistência à desvalorização ou a controles de câmbio e, inclusive, com cortes no seguro-desemprego — o que levou à expulsão partidária dos dois líderes. Não foi possível defender a libra: os dividendos de investimentos externos caíram de £ 250 milhões para £ 150 milhões de libras/ano, e as demais rendas invisíveis caíram em conjunto de £ 233 milhões a £ 86 milhões anuais, entre 1929 e 1932.<sup>94</sup> O setor exportador inglês amargou a queda vertiginosa de 1/3 no comércio internacional entre 1929 e 1930, em volume, e ainda mais em valor. Com tais perdas, com as desvalorizações em outros países, com o congelamento dos ativos externos na Alemanha e Europa Central em 1931, e com os movimentos especulativos contra a libra, MacDonald e Snowden foram obrigados a desvalorizar a libra esterlina, em setembro de 1931. Os conservadores em breve formaram um novo gabinete, e coube a eles as políticas de recuperação que se libertaram dos "grilhões de ouro" e romperam com a ortodoxia, na década de 30.

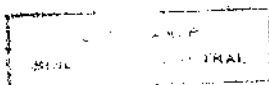
Com efeito, as políticas dos conservadores desviaram-se significativamente das regras laissez-faire do padrão ouro, mas não ao ponto da busca deliberada de incentivar a demanda agregada com gastos governamentais deficitários.<sup>95</sup> Buscou-se políticas de reativação do crédito, protegendo a redução das taxas de juros de arbitragens internacionais com controles sobre a mobilidade de capital — reduzia-se

---

<sup>93</sup> Ver Einchengreen (1992).

<sup>94</sup> Ver Hobsbawn (1968), p. 211.

<sup>95</sup> Ver Gourevitch (1986), cap. 4.



a liberdade internacionalista da City em favor da expansão da liquidez interna. A recuperação econômica interna favorecia-se do isolamento relativo diante das flutuações internacionais — a oposição a políticas deflacionistas e a altos níveis de desemprego levaram à queda do gabinete trabalhista. Fôra preciso isolar, e não subordinar, as condições domésticas das vicissitudes dos mercados externos, e seus efeitos cambiais. Não se podou, entretanto, todo o viés internacional da City — mas ele fora regulado, contra a ortodoxia do laissez-faire. As exportações remanescentes de capital visaram a zona privilegiada do Império, para financiar exportações industriais britânicas e sustentar a capacidade de importação de alimentos e matérias-primas. Estabeleceram-se as maiores tarifas protecionistas desde a corn law, e o comércio foi regulado com preferências imperiais. Em acordos bilaterais, estabeleceu-se que as libras esterlinas ganhas pelos países da Área da libra, no comércio com a Inglaterra, dever-se-iam orientar para compra de exportações inglesas e pagamento de créditos comerciais e investimentos diretos anteriores. O gabinete conservador buscou proteger os setores exportadores tradicionais da elevação internacional de muros protecionistas e do declínio geral do comércio internacional com uma política externa imperialista, erguendo seus próprios muros — apesar de talvez terem desacelerado o declínio dos setores tradicionais, tais políticas não foram capazes de deter sua crise vertiginosa.<sup>96</sup>

A recuperação não dependeu do desempenho sofrível dos setores exportadores tradicionais, mas sim do crescimento de novas indústrias orientadas para o mercado interno. A década de 30 marcou uma certa reorientação industrial e financeira do capitalismo britânico. A partir de 1932-33, a redução das taxas de juros possibilitou um boom no crédito de consumo, e incentivou em particular a construção civil residencial. Os investimentos públicos em eletrificação incentivaram uma mudança no padrão residencial e na localização de novas habitações, o que por sua vez favorecia a demanda de mais materiais elétricos de construção, aumentando rapidamente o nível de emprego. Os investimentos na malha de transporte vinham a reboque, possibilitando um crescimento razoável da

---

<sup>96</sup> Dados em Hobsbawm (1968), p. 207: "Entre 1912 e 1938, a quantidade de roupas de algodão produzidas na Inglaterra caiu de 8 bilhões para 3 bilhões de jardas quadradas; a quantidade exportada de 7 bilhões para menos de 1,5 bilhão de jardas (...). Em 1938, (a quantidade de carvão, de 287 milhões em 1913) caiu para 227 milhões de toneladas, ainda em queda (...). Os estaleiros ingleses construíram 343.000 toneladas em navios para proprietários ingleses, em 1870, e quase um milhão de toneladas em 1913; em 1938, construíram pouco menos de meio milhão".

indústria automobilística — mas ainda moderado, comparado a padrões posteriores —, que facilitava a reorientação da indústria siderúrgica para o mercado doméstico (fugindo da queda de exportações para ferrovias e do declínio da demanda da indústria de navegação, principalmente). A recuperação de empregos e a eletrificação residencial, por sua vez, possibilitaram um aumento no consumo de bens duráveis, com a difusão acelerada do rádio, por exemplo. O desenvolvimento da indústria química permitiu aplicações técnicas que possibilitaram a venda em massa de cosméticos baratos, canetas, plásticos, alimentos semi-manufaturados e o barateamento do papel para imprensa. Com a elevação, no final da década de 30, dos gastos militares, o padrão da recuperação inglesa apontava para uma reorientação do esforço produtivo para mercados domésticos, mudando o viés internacionalista típico do desenvolvimento inglês. No plano das idéias, por exemplo, o embate contra a ortodoxia internacionalista era travado pelos ataques de Keynes, em panfletos e artigos mais político-populares, como "National Self-Sufficiency"<sup>97</sup> de 1933, ou em publicações mais acadêmicas, como The General Theory, de 1936.

A economia de guerra também viu um grande reforço da intervenção estatal, com a criação de um aparato de detalhado planejamento central do esforço produtivo. Tal aparato sobreviveria um pouco mais no pós-guerra. Em 1948, os esforços de planejamento da oferta foram substituídos, no governo trabalhista, por um manejo à distância segura da economia, através das políticas de controle de demanda agregada levadas a cabo pelo Tesouro. O período da guerra também foi marcado pela criação das bases do aparato estatal de seguridade social, com o Beveridge Report de 1942. A publicação de um White Paper sobre o Pleno Emprego, em 1944, comprometeu legalmente as políticas públicas ao objetivo de alcance de altos níveis de atividade e emprego na economia. A partir de então, até o final da década de 70, a competição bi-partidária por bases eleitorais de massa associou-se à "proposição de programas sociais, defesa da malha de seguridade do bem-estar social, e o manejo da economia para o pleno emprego".<sup>98</sup> Tal consenso orientado para objetivos domésticos, entretanto, foi acompanhado de outro consenso internacionalista, virtualmente contraditório ao outro: o compromisso com a defesa

---

<sup>97</sup> Ver Block (1977), p. 20-1.

<sup>98</sup> Ver Gourevitch (1986), p. 176.

da posição da libra como moeda-reserva internacional.

Com efeito, a Inglaterra aceitou os programas americanos para a constituição de uma ordem internacional multi-lateral no pós-guerra. Desde 1943, comissões americanas e inglesas, lideradas por Harry White e John Maynard Keynes, respetivamente, discutiam os contornos das instituições internacionais criadas com o Acordo de Bretton Woods, em 1944.<sup>99</sup> O gabinete trabalhista formado em 1945 não reverteu tais estratégias internacionalistas. É curioso imaginar porque os trabalhistas não enfatizaram uma alternativa mais nacional para o capitalismo britânico, aproveitando as tendências fortalecidas na década de 30. MacDonald e Snowden haviam sido expulsos do partido precisamente por terem subordinado objetivos domésticos à defesa da libra, entre 1929 e 1931, e a resistência em romper decididamente com a ortodoxia internacionalista havia custado aos trabalhistas uma hegemonia de 14 anos do Partido Conservador. Peter Gourevitch sugeriu que o movimento trabalhista era demasiadamente comprometido com o cheap loaf (literalmente: "comida barata") para se arriscar a uma estratégia de auto-suficiência nacional: como a Inglaterra praticamente havia sacrificado sua agricultura por importações de alimentos, se não houvesse como financiar com rendas "invisíveis" a sua capacidade de importação de bens primários e sua fraqueza na manufatura de exportação, a austeridade alimentícia provocaria reações insatisfeitas da massa de trabalhadores.<sup>100</sup> Outros, como Stephen Blank e Tom Nairn, por exemplo, argumentaram que simplesmente continuava havendo um não seriamente questionado consenso internacionalista no meio político inglês, e que mesmo os líderes trabalhistas partilhavam das "boas opiniões de elite".<sup>101</sup> As rendas "invisíveis" derivadas dos negócios internacionalistas da City de Londres, e o controle imperialista sobre regiões do mundo periférico, eram vistas com um ativo inestimável para a posição internacional inglesa. Além disso, o Império, a City e a posição internacional da libra esterlina não eram menos "ativos" econômicos para a Inglaterra, tinham um valor em si mesmos: eram símbolos do prestígio imperialista

---

<sup>99</sup> Ver Block (1977), cap. 3.

<sup>100</sup> Ver Gourevitch (1977), p. 135-40.

<sup>101</sup> Ver Blank (1978) e Nairn (1986)

da Grande-Bretanha no mundo.<sup>102</sup> Ou não era em seus domínios que sol nunca se punha?

A despeito de todas essas considerações, havia parcelas do movimento sindical e da esquerda partidária dispostas a questionar o restabelecimento da posição internacional da libra esterlina no pós-guerra: "(eram) amargas as recordações dos custos e das conseqüências da manutenção de uma moeda internacional no entre-guerras".<sup>103</sup> Seja como for, a resolução do conflito teve seu rumo significativamente influenciado pelas condições de negociação de um vultuoso empréstimo americano à Inglaterra, em 1945, logo após a formação do gabinete trabalhista.

Assim como a I Guerra trouxera uma liquidação substancial dos ativos ingleses no exterior, a Grã-Bretanha saiu da II Guerra Mundial não apenas com uma redução de mais de um terço de seus ativos externos — mas também com a acumulação de débitos substanciais com o governo americano e com os países periféricos soberanos associados ao bloco da libra esterlina desde a década de 1920. A Inglaterra, antes de 1914 o maior credor disparado no sistema internacional de pagamentos, se tornara uma grande devedora líquida em 1945: "as dívidas em libra eram três vezes maiores que as reservas inglesas de ouro e divisas estrangeiras, enquanto que antes de 1939 estiveram aproximadamente em equilíbrio".<sup>104</sup> No período final da guerra, suas contas externas eram sustentadas pelo fluxo americano da ajuda de Empréstimos e Arrendamentos, em colaboração ao esforço comum de guerra. A rapidez da vitória aliada sobre o Japão trouxe fim à ajuda antes do que era esperado, deixando a Inglaterra com reservas externas escassas. O governo trabalhista enviou J. M. Keynes a Washington para negociar um vultuoso empréstimo junto aos Estados Unidos.

A estratégia de aproveitamento político da dependência financeira britânica provavelmente fazia parte do esforço do Departamento de Estado americano, para solidarizar mais decididamente a Inglaterra ao projeto de construção de uma ordem multi-lateral de transações no pós-guerra, liderada pelos Estados-Unidos — dificultando uma possível orientação inglesa rumo ao capitalismo nacional e a

---

<sup>102</sup> Ver Gamble (1981), cap. 4.

<sup>103</sup> Block (1977), p. 99. Trata-se das "opções da Grã-Bretanha" nas pp. 98-110.

<sup>104</sup> Ver Gamble (1981), p. 101.

acordos bilaterais de comércio. Com efeito, a concessão do empréstimo foi condicionada à discussão de três objetivos americanos: um rápido compromisso inglês com a volta da conversibilidade internacional da libra esterlina, um reforço da posição da libra com o calote das dívidas comerciais inglesas junto aos países da Área da libra, e o comprometimento da Inglaterra com o final de sua zona preferencial de comércio, o que significava, em termos práticos, o fim do Império britânico — sua adesão política incondicional a uma ordem multilateral de comércio. O último tópico teve sua discussão adiada, sem grandes compromissos ingleses, para a época de formação de uma Organização Internacional do Comércio. A questão dos saldos estrangeiros em libra teve o compromisso britânico de estudo futuro da questão — o calote de países soberanos mais pobres que a Inglaterra significaria provavelmente a ruptura ou tensionamento de laços externos importantes para o país. A manutenção de tais dívidas enfraqueceria a posição externa da libra, mas a contrapartida inglesa ao perdão de suas dívidas de guerra junto aos Estados Unidos e a um empréstimo de 3.750 milhões de dólares foi precisamente o compromisso de restaurar a conversibilidade da libra para transações em conta corrente, um ano depois da aprovação do empréstimo pelas respectivas câmaras de deputados. Isso eliminaria discriminações comerciais contra importações em dólares, mas a plena liberdade de capitais ficaria para um momento posterior — a City precisaria esperar um pouco mais, contentando-se com suas operações no império formal e informal.

Seja como fôr, o compromisso de restauração da conversibilidade da libra para transações comerciais trazia consigo uma clara orientação da Inglaterra em direção a objetivos internacionalistas. Tal natureza da política externa não foi construída sem conflitos. Keynes, convertido a um multi-lateralismo que não constringesse a busca de objetivos nacionais de pleno-emprego — suas propostas nas negociações com White sobre o contorno das instituições de criação internacional de liquidez atestavam isso — teve uma ampla autonomia para negociar a posição inglesa diante das exigências americanas. Em certa ocasião, "falou aos americanos da necessidade de 'educar' os novos ministros trabalhistas acerca da necessidade do multilateralismo".<sup>105</sup> Em uma carta direcionada ao Ministro das Finanças do gabinete trabalhista, Hugh Dalton, Keynes aludia à queda do gabinete trabalhista em

---

<sup>105</sup> Ver Block (1977), p. 103.



1931 e à ameaça de uma confrontação entre o novo governo e os interesses financeiros internacionalistas: "Seria algo singular, que tendo caído o primeiro (sic) governo trabalhista pelas dificuldades de financiamento externo, o segundo caía no mesmo abismo. Não há qualquer saída remotamente compatível com a política interna atual do governo que não se baseie em uma vultuosa ajuda americana."<sup>106</sup> Uma ruptura com as posições de Keynes seria uma ruptura ainda mais extrema com os interesses financeiros internacionais, e uma fratura significativa da possível aliança atlântica com os americanos. O ministro trabalhista da Finanças sabia o que isso significava:

"Mas eu não mantinha quaisquer ilusões a respeito do que seguiria se não obtivéssemos o crédito em dólares. Afundar-nos-íamos nas obscuridades da austeridade em maior medida que em qualquer momento da guerra. Menos alimentos, exceto pão e papas — menos que o nível de vida de um camponês irlandês —, em particular menos carne e açúcar. Pouco algodão, e portanto menos vestidos e menos exportações. Um desemprego grande e crescente em muitas indústrias... Não mantinha dúvida alguma de que a princípio produzir-se-ia uma tremenda explosão patriótica, em apoio a nosso dramático desafio aos Estados Unidos. Mas seria uma 'hora gloriosa' muito efêmera. Eu sabia que a maré da opinião pública mudaria logo. Os tories explorariam todas as inevitáveis privações. Toda escassez seria atribuída à incompetência do governo. Logo deslizaríamos pela pendente que conduziria a uma segura derrota na próxima eleição."<sup>107</sup>

A despeito das ameaças colocadas pelo compromisso precoce em garantir a conversibilidade da libra, a ameaça de recusa americana em conceder o empréstimo era muito mais imediata. Significaria um atraso forçado nos planos de expansão do gasto público em seguridade social e uma contenção dos esforços de reconstrução. Frustraria o compromisso trabalhista com o "cheap loaf" e deprimiria indústrias dependentes de matérias-primas importadas. Ameaçaria um confronto com a City, que poderia reter o retorno de rendimentos de investimentos externos na Área do Império e prejudicar ainda mais a capacidade britânica de importação. Poderia alijar a base de apoio eleitoral do Partido Trabalhista, comprometendo seu futuro político

---

<sup>106</sup> *idem et ibidem*.

<sup>107</sup> Ver Block (1977), p. 104.

e o projeto de construção de uma rede de bem-estar social. Seja como for, o importante é que o compromisso trabalhista em colaborar com a política americana de multi-lateralismo, promover a busca de um importante papel inglês nessa nova ordem e na aliança atlântica pelo capitalismo, e finalmente em defender o papel da libra como moeda-reserva internacional, lançou as bases do consenso internacionalista que orientou a política externa dos dois partidos no pós-guerra. O problema pôsto por esse consenso é que ele ameaçou, a médio prazo, a consecução das propostas social-democratas, e implicou em políticas domésticas que constrangeram o consenso pelo crescimento e pela modernização, característico do pós-guerra.

Como vimos, desde 1870 o padrão de inserção internacional da Grã-Bretanha na divisão internacional do trabalho se tornava cada vez mais dependente das rendas invisíveis associadas aos negócios internacionais da City e ao poder marítimo inglês. Enquanto a Inglaterra ia perdendo competitividade nas indústrias mais modernas e gradualmente perdendo mercados para exportação de produtos têxteis e siderúrgicos, a City mais que compensava esse relativo declínio industrial se tornando o centro do sistema financeiro e comercial de transações. A inovação institucional inglesa diante do primeiro desafio à sua competitividade não fôra a reunião solidária de seus sistemas bancário e industrial — fôra sim o reforço da direção internacionalista de seu sistema financeiro e o estreitamento dos laços com o império formal e informal. Assim, continuava-se garantindo a capacidade de importação da qual a Inglaterra era dependente e financiando seu papel geo-político e militar no mundo.

As decisões voltadas a restaurar o papel internacional da City depois dos abalos da Grande Depressão e das guerras estiveram, certamente, associadas a considerações geo-políticas. Era preciso garantir um prestigioso papel geo-político à única grande nação européia ocidental que não caíra sob o jugo do Nazismo, a vitoriosa Grande Bretanha. Com efeito, a Inglaterra continuou mantendo extensos compromissos militares em várias partes do mundo — entre as quais a Grécia, Palestina e Oriente Médio, Singapura e Malásia, além da África. Por outro lado, a City de Londres e a libra esterlina não eram meramente "ativos" necessários ao financiamento de seu papel geo-político internacional, eram também símbolos do prestígio da primeira nação industrial do mundo. De qualquer modo, continuavam

sendo ativos, de inquestionável importância histórica para o financiamento das contas externas inglesas. A questão é que o fardo de mantê-los nos novos contextos internacionais se mostrou pesado demais — o que talvez não fosse claro ao final da II Guerra Mundial.

Afinal, até 1950, a Grã-Bretanha contava ainda com 25% do total do comércio mundial de manufaturas, e sua economia não havia sido tão destruída quanto as do palco europeu de batalha. Ela não havia sido invadida em nenhum momento da guerra. Só no final da década de 50 ficou evidente o atraso de sua modernização em relação às potências industriais europeias ou o Japão. Os custos da decisão de defender o papel da libra, a posição geo-política internacional e o Império Britânico provavelmente não foram bem calculados. E eles foram altos.

Em primeiro lugar, cristalizou institucionalmente a separação entre os capitais financeiros e industriais típica da primeira industrialização. Afinal, a City precisava defender o papel da libra como moeda-reserva e seus negócios no exterior. Diante de países em que a relação institucional do sistema bancário e o industrial, mediada ou não pelo Estado, era muito mais íntima — como na França, Alemanha ou Japão —, tal separação se mostrou uma fonte de desvantagens comparativas para a força dos investimentos industriais ingleses.

Em segundo lugar, os negócios da City já não eram mais capazes de compensar a fraqueza relativa da indústria inglesa no contexto de acirrada competição internacional, e ainda os gastos militares associados à manutenção do Império e à posição geo-política da Inglaterra como sócia minoritária dos USA, na defesa da aliança atlântica "pelo capitalismo e pela liberdade". As perdas acumuladas de ativos externos na I Guerra, na época protecionista de poucos negócios da década de 30 e na II Guerra, além das dívidas acumuladas depois de 1939, debilitaram a força do superávit nas contas de transações "invisíveis". A libra esterlina não tinha uma posição externa estruturalmente estável. Como na década de 20, mais provavelmente com maior intensidade e duração, ela precisava ser sustentada conjuntamente com políticas externas que subordinavam fins domésticos à defesa de uma moeda-reserva internacional em declínio.

Até o início da década de 50, o desempenho das exportações manufatureiras inglesas contava com 25% do montante internacional. O déficit comercial, que no período 1900-1910 chegara a um volume de exportações 30% menor que o valor total

de importações, oscilou entre 20-30% na década de 20, e entre 40-45% na década de 30. Depois de 1945, esteve consistentemente abaixo de 10%, por conta do desenvolvimento doméstico de novas indústrias e pela destruição de parcelas da indústria no continente europeu.<sup>108</sup> Este déficit era um pouco mais do que compensado pelo superávit privado com rendas "invisíveis" geradas pelos negócios internacionais da City — que aproveitavam a taxa sobrevalorizada da libra esterlina. O superávit privado talvez conseguisse sustentar a posição da libra como moeda-reserva internacional, apesar de que a partir da década de 50 o desempenho exportador da economia inglesa passou a dar sinais de debilidade: em 1960, a porcentagem das exportações inglesas no comércio mundial de manufaturas caíra para 16,5%, chegando a 10,8% em 1970.<sup>109</sup> Nos três mais intensos anos de reconstrução, 49-51, a indústria automobilística inglesa, por exemplo, exportou mais do que o dobro de carros exportados pelos americanos, e mais do que o dobro do total conjunto de França, Itália e Alemanha. Com a recuperação da renda interna inglesa, entretanto, a indústria reverteu seu esforço de exportação e direcionou-se para o mais bem garantido mercado interno, quando passou a sofrer os efeitos das políticas de stop-go do Tesouro sobre o crescimento de seus mercados domésticos. Já em 1955, a indústria alemã exportava mais carros que a inglesa, e Alemanha, França e Itália em conjunto exportavam cerca do dobro de carros em relação à Inglaterra.<sup>110</sup>

Aparentemente, as novas indústrias se voltaram para o mercado interno ao amargarem a dificuldade de competir com uma taxa de câmbio desindustrializante. A sobre-valorização da libra esterlina no início da década de 50 não apenas prejudicava as exportações e subsidiava o preço das importações competitivas, como foi se tornando ainda mais sobre-valorizada ao longo da década de 50: a mudança nas diferenças de inflação fez com que os preços ingleses de tradables crescessem 14,5% a mais do que a média internacional na década após 1953.<sup>111</sup> Além de verem a taxa de câmbio sobre-valorizada subsidiar seus competidores internacionais, a defesa de uma libra forte prejudicava igualmente a orientação doméstica das novas

---

<sup>108</sup> Ver Blank (1978), p. 95.

<sup>109</sup> Ver Gamble (1981), cap. 1.

<sup>110</sup> Ver Hobsbawn (1968), p. 257-8.

<sup>111</sup> Ver Hall (1984), p. 36.

indústrias — pois levava a que o Tesouro buscasse conter o ritmo de acumulação quando a economia estivesse chegando perto do pleno emprego de sua capacidade produtiva, de maneira a proteger a libra de possíveis restrições externas. Com isso, o investimento em nova capacidade produtiva era desalentado, pois esperava-se que a capacidade ociosa não fosse plenamente ocupada, com a abrupta reversão cíclica orientada por objetivos externos e com o aumento das importações.

Se a conta privada produziu superávits pelo menos até a última metade da década de 60, o que tornava mais difícil a defesa da posição da libra eram os gastos militares na defesa do Império e na defesa da aliança atlântica contra o comunismo.<sup>112</sup> Tais gastos, associados ao declínio das rendas auferidas com o transporte marítimo<sup>113</sup>, produziam um déficit cambial financiado crescentemente com entradas de capital a curto prazo, com elevação das taxas básicas de juros pelo Bank of England sempre que a expansão interna se chocava com a restrição ao gasto externo.<sup>114</sup> Isso levava não apenas a uma tendência de aumento continuado da dívida pública<sup>115</sup>, mas fazia também com que o balanço de pagamentos inglês ficasse sujeito a abruptas crises, ao sabor da confiança financeira sobre a libra. A natureza dos superávits produzidos pela City era muito débil, já que a atração dos especuladores nacionais e estrangeiros por títulos denominados em libra deitava raízes nos 'incentivos especiais' que lhes eram oferecidos em termos de juros e prazos. Por trás da libra não estava mais nem a força hegemônica da Grã-Bretanha nem tanto o antigo grande poder dos investimentos externos, marítimos e comerciais da City, mas apenas a confiança instável dos financistas em que o Tesouro e o Bank of England tomariam medidas "responsáveis" sempre que a confiança financeira fosse abalada, para depois retornarem com os merecidos ganhos especulativos assim que as instituições de Whitehall responsabilmente fizessem

---

<sup>112</sup> Ver Blank (1978), Hobsbawn (1963), pp. 261-2, Gamble (1981), cap. 4., Harris (1986), Nairn (1986).

<sup>113</sup> Ver Hobsbawn (1968), p. 258.

<sup>114</sup> Ver Hobsbawn (1968), pp. 260-1, Blank (1978), Hall (1984), Lisle-Williams (1986).

<sup>115</sup> Ver Marsh e Locksley (1983), pp. 40-3, Hall (1984), p. 36, Lisle-Williams (1986), p. 249-50, Zysman (1983), pp. 198-200.

juz à confiança que lhes havia sido depositada.<sup>116</sup>

---

<sup>116</sup> "O argumento contra (a atração de aplicadores financeiros em ativos denominados em libra) era que os estrangeiros não mais achavam a libra atraente porque por trás dela se erguesse uma economia grande e florescente, mas apenas porque lhes eram dados incentivos especiais para retê-la, e mesmo com isso eles eram suficientemente nervosos para se retirarem ao menor sinal de problema, real ou imaginário. O que ainda é mais, os incentivos especiais (altas taxas de juros, uma libra sobre-valorizada, a deflação doméstica que supostamente manteria a confiança estrangeira) poderiam arriscar o crescimento da economia britânica como um todo. Outra vez as fábricas seriam sacrificadas pelos bancos, mas não mais, como antes de 1913, para encorajar os lucros amplos e seguros da City de que tanto dependia o balanço de pagamentos, mas sim em uma aposta crescentemente arriscada de que os ocasionais altos lucros que viriam até Londres se mostrariam maiores que as perdas substanciais das previsíveis e recorrentes crises cambiais": Hobsbawn (1968), p. 261.

### III.II -D efesa da libra e o padrão da política econômica do pós-guerra: o stop-go

Com efeito, o objetivo de defesa da libra orientou a gestão da política macroeconômica pelo Tesouro, a partir de 1947. Até novembro 1967, quando a libra esterlina foi finalmente desvalorizada de modo a perder sua pretensão à condição de moeda-reserva internacional, o balanço de pagamentos inglês passou por crises mais ou menos agudas em 1947, 1949, 1951, 1955-57, 1960-61, 1964-6, e 1967. Mais tarde, a libra, já flutuante, passou por outra crise longa, com picos de tensão e desafogo, de 1972 a 1979. A partir de então, a exploração das reservas petrolíferas no Mar do Norte libertou o balanço de pagamentos inglês de pressões tão pungentes, enquanto que as políticas neo-liberais de redução do gasto público adaptaram estruturalmente os objetivos domésticos às vicissitudes e compromissos externos, e não o contrário.

Todas as crises cambiais a partir de 1947 foram provocadas pelo efeito que a expansão interna da economia tinha sobre a confiança dos financistas internacionalistas em que o Tesouro manejaria a restrição externa com políticas "deflacionárias", ao invés de desvalorizações ou controles cambiais. Efetivamente, todas as crises externas — com exceção das de 1949 e 1967 — foram resolvidas com a defesa da taxa oficial de câmbio, com controles recessivos da demanda agregada, orçamentos restritivos e elevação das taxas básicas de juros. Em outras palavras, foram objetivos externos que subordinaram a gestão da política macroeconômica interna pelas instituições de Whitehall. Por assim dizer, os compromissos internos com o pleno emprego dos recursos produtivos e com altos níveis de gasto público "não cabiam" adequadamente dentro do tamanho da restrição externa associada aos compromissos externos ingleses. Quando os compromissos internos ameaçavam extravasar o limites da confiança financeira internacional, medidas "responsáveis" eram tomadas para readequá-los às restrições externas de gasto. Na visão de mundo manifesta na retórica das "opiniões responsáveis" do Tesouro, os problemas cambiais da libra esterlina deitavam raízes nas excessivas tendências ao crescimento e à inflação da economia inglesa.<sup>117</sup> Isto é, os problemas de balanço de pagamento

---

<sup>117</sup> Ver Blank (1978), p. 110-111 e 122: "A liberdade para qual o governo estava direcionando (a economia para remoção de todos os controles financeiros sobre a libra) era a ordem natural das coisas, para a qual as outras facetas da economia nacional deveriam, tão naturalmente quanto possível, ajustar-se. Nessa visão simplista, qualquer dificuldade de pagamento, sofrida nestas circunstâncias, deveria ser o resultado de alguma distorção no manejo da economia doméstica - acima de tudo, excessivos aumentos salariais ou excessivos gastos públicos..."

não eram vistos como resultado de compromissos externos cujos custos eram muito elevados para a capacidade de arcá-los da economia inglesa. A retórica dos compromissos imperialistas se evadia da pergunta sobre se a economia inglesa era capaz de arcar com suas políticas. Assim sendo, a capacidade de geração de excedentes cambiais dependia de políticas que mantinham a economia externamente solvente porque a estagnavam recorrentemente.

Nem o Tesouro, nem o Bank of England tinham equipes voltadas ao estudo das conseqüências de suas políticas sobre o setor produtivo interno.<sup>118</sup> O Bank of England tinha significativa autonomia para tratar da política monetária, sem a necessidade de que suas políticas tivessem sido previstas no orçamento anual. Dentre as instituições de Whitehall, monopolizava as equipes de experts em política monetária, e não era razoável questionar a autoridade de seus técnicos e a longa experiência na gestão do sistema financeiro inglês. O diretor do banco ainda tem direito de acesso direto ao Primeiro-Ministro, o que é exercido em bases semanais. Sua palavra sempre contou quanto a respeito de quais políticas dependeria a confiança financeira no governo. Desde Hugh Dalton e Joseph Cripps, Ministros das Finanças do gabinete trabalhista de Atlee (1945-51), até Harold Wilson e John Callaghan — ou mais ainda, desde de MacDonald e Snowden, em 1929-31—, os gabinetes trabalhistas não questionaram sua autoridade em matéria de política monetária internacional e confiança financeira. Se a partir de 1976 as políticas do gabinete Callaghan estiveram voltadas à preservação da confiança da comunidade financeira internacional e o respeito das condicionalidades negociadas em acordo com o FMI, tais preocupações, se então mais explícitas, não eram originais. Se Hugh Dalton expressara todo o medo do gabinete trabalhista diante da possibilidade de fracasso na negociação do empréstimo americano, em 1945, as manifestações do Primeiro-Ministro Wilson ao diretor do Bank of England em 1964, no início do terceiro gabinete trabalhista, eram reveladoras.

Em comunicação ao banco, expressara que o dever de seu diretor era "representar à Chancelaria e ao Primeiro-Ministro as coisas que estivessem sendo ditas no exterior e na City; e indicar ao governo as questões sobre as quais, na visão da City, era necessário agir para ganhar confiança, se uma hemorrhagia desastrosa

---

<sup>118</sup> Ver Hall (1984) e Pollard (1986).



tivesse que ser evitada."<sup>119</sup> Com tanta autonomia de ação diante de gabinetes que confiavam na competência de suas políticas, o banco aumentava as taxas básicas de juros quando a expansão interna ameaçava se chocar com a geração de excedentes cambiais — sinalizando às firmas industriais que moderassem seus projetos de expansão, porque a reversão do ciclo estava próxima.

Associado ao Tesouro — que tinha a pretensão de regular "automaticamente" a economia de acordo com o tamanho da restrição externa, imitando o funcionamento idealizado do padrão-ouro<sup>120</sup> —, o Bank of England completava o "núcleo duro" das instituições voltadas a controlar a demanda agregada da economia. Suas políticas orçamentárias e monetárias oscilavam de acordo com o grau de liberdade aberto pelo apego à regra cambial fixa — subordinando as variáveis agregadas domésticas aos compromissos políticos e financeiros externos. Ao sabor de seus instrumentos, o crescimento da economia industrial inglesa era sufocado por um perverso padrão de stop-go — em que a produção começava se recuperando depois de dois anos de recessão, a partir da ocupação gradual da capacidade ociosa, e acabava não animando investimentos em nova capacidade porque o Tesouro e o Banco da Inglaterra sinalizavam a reversão precoce do ciclo, e as importações aumentavam. Dentre as economias industrializadas, a inglesa apresentou a menor taxa de investimentos líquidos como proporção do produto doméstico bruto<sup>121</sup>, tendência que manteve uma relação íntima com o padrão de gestão macro-econômica: os ciclos ingleses eram mais curtos que os alemães e franceses, por exemplo.<sup>122</sup> Como resultado disso, "a vida média de cada planta e maquinário na Grã-Bretanha é de 35 anos — quase o dobro que o da França, Alemanha e os USA."<sup>123</sup>

Com efeito, as crises cambiais de 1947, 1949, 1951, 1955-57, 1960-1, 1964-6 e 1967 foram acompanhadas dos seguintes ciclos. Depois da desvalorização de 1949,

---

<sup>119</sup> Ver Blank (1978), p. 118.

<sup>120</sup> Ver Blank (1978), p. 122. e Hall (1984), p. 36.

<sup>121</sup> Ver Lever e Edwards (1986), p. 182.

<sup>122</sup> Ver Hall (1984).

<sup>123</sup> Ver Lever e Edwards (1986), p. 180.

expansão dos gastos militares em 50-51. Como resposta à crise cambial, retração no início de 52, e expansão a partir de 54. Retração em 56 no meio da crise provocada pelos gastos militares com a defesa do canal de Suez, expansão em 58, e contração em 60. Uma expansão mais longa foi iniciada em 62, por conservadores com medo de derrota eleitoral. Os trabalhistas assumiram em 64, no início de uma crise cambial longa, que se arrastou até o final de 1967, quando finalmente a libra foi desvalorizada.<sup>124</sup> A desvalorização desafogou a economia da restrição externa, permitindo um crescimento até 1972, quando nova crise — em meio à ruptura do sistema monetário de Bretton Woods — levou a libra esterlina a um regime cambial de flutuação. O aumento do preço das matérias-primas em 1972, e do petróleo em 1974, levou a Grã-Bretanha a tentativas recorrentes de estabilização cambial, em meio a um círculo vicioso de inflação e desvalorização que durou até 78-79.

Tais políticas de stop-go se mostravam ainda mais perversas para o investimentos industriais quando associadas à contínua sobre-valorização da libra esterlina. Ocorria que as políticas "deflacionárias" ciclicamente impostas sobre o ritmo de acumulação não eram "deflacionárias". Com efeito, há evidências de que as recessões periódicas não desaceleravam o ritmo de aumento de preços e salários.<sup>125</sup> Como já observado, os preços dos produtos tradables ingleses se elevaram 14,5% acima da média internacional na década pós-1953. Isso subsidiava as importações competitivas no mercado interno, e como a recorrência dos abruptos breaks já desestimulava investimentos em capacidade produtiva mais moderna, tornava a produção doméstica ainda menos competitiva que os similares importados. O efeito conjunto do ritmo lento de aumento de produtividade e renovação de equipamentos, e da sobre-valorização cambial, foi que a cada fase de expansão o ritmo de aumento das importações era mais que proporcional ao aumento dos mercados.<sup>126</sup> Isso diminuía ainda mais o mercado para as manufaturas domésticas e desalentava o efeito que as expansões teriam sobre as decisões de investimento, o que criava um círculo vicioso de pequena capacidade e tecnologia atrasada tendente,

---

<sup>124</sup> Para uma descrição das crises externas da libra, ver Block (1977), p. 98-110; 132-5; 146-9; 185-6; 199-202; 273-9.

<sup>125</sup> Ver Hall (1984), p. 35.

<sup>126</sup> Lisle-Williams (1986), p. 237.

sem exagero, à desindustrialização.<sup>127</sup>

Além de defenderem uma libra esterlina sobre-valorizada e manejarem um padrão de gestão macroeconômica que desalentava investimentos industriais, tanto o Tesouro quanto o Banco da Inglaterra eram partidários de políticas de controle agregado da demanda, a uma distância segura do setor produtivo. Suas políticas não discriminavam os efeitos setoriais do controle de variáveis agregadas, sem políticas seletivas de gasto e crédito voltadas à promoção setorial da modernização industrial. Por outro lado, a insistência em suas políticas agregadas e em seu distanciamento das operações de crédito do sistema financeiro, atrapalhou as operações das agências criadas na década de 60 para objetivos de política industrial.

---

<sup>127</sup> Para uma descrição da desindustrialização inglesa, ver artigos de Harris, Singh e Hugues, in Coates and Hillard (1986).

### *III. III - As tentativas de intervenção e os interesses financeiros*

A comparação do desempenho industrial inglês com os "milagres" francês, alemão e japonês levou a uma crescente preocupação nos meios políticos britânicos quanto ao declínio econômico relativo de seu país. No final dos anos 50, ficava evidente o atraso da modernização britânica vis-à-vis os principais países industriais ocidentais, para não falar do desempenho econômico soviético da década de 50. O surgimento de um razoável consenso a respeito da necessidade de modernizar mais aceleradamente a economia inglesa, e elevar as taxas de crescimento e investimento de seu baixo patamar, levou a partir do início da década de 60 à criação de várias agências destinadas à promoção do crescimento industrial, seja pelos gabinetes conservadores (até 1964, e depois de 1970 a 1974), seja pelos gabinetes trabalhistas (1964 a 1970 e 1974 a 1979). Tal consenso em torno à intervenção industrializante, entretanto, fracassou por sua subordinação ao padrão de gestão macroeconômica voltada ao alcance do consenso internacionalista em torno ao papel da libra forte, do Império e da City de Londres.

Em primeiro lugar, tal consenso intervencionista não foi capaz de mudar radicalmente a força da tradição de não-intervenção industrial característica do Estado inglês. Com efeito, a mais longa experiência de planejamento da oferta da economia acabara cerca de 1947, com o desmantelamento do aparato de controle construído para a gestão da economia de guerra. Durante a década de 30, foram os conservadores e não os trabalhistas que romperam, em circunstâncias externas de crise, com as regras do laissez-faire, buscando racionalizar o declínio das indústrias de algodão e navegação, elevando tarifas protecionistas, controlando o câmbio, reduzindo os juros com a limitação da fuga de capital, e gerindo centralizadamente acordos bilaterais de comércio. No pós-guerra, entretanto, os conservadores, liderados por Churchill, atacaram sistematicamente os esforços de planejamento e as nacionalizações levadas a cabo pelo gabinete Atlee (1945-1951). Dada a impopularidade do planejamento destinado a conter os gastos de consumo para elevar os investimentos de reconstrução, a partir de 1948 o controle da oferta cedeu lugar ao manejo distanciado da demanda agregada da economia. Os gabinetes conservadores da década de 50 reforçaram tal padrão, com políticas destinadas a garantir o retorno da conversibilidade plena da libra esterlina, o que aconteceu de

jure em 1959.

Mas mesmo os esforços anteriores de planejamento, por sua vez, não possuíam instrumentos capazes de incentivar as decisões privadas com a manipulação dos fluxos de mercado. Eram esforços que apelavam para a "adesão voluntária" dos empresários, que ao controlarem suas decisões, sem fiscalização, tinham um enorme poder de veto sobre as opções do planejamento. Fôra um planejamento que já abdicava da tentativa de manipulação do maior instrumento de intervenção à disposição de políticas industriais: a alocação seletiva dos fluxos financeiros do sistema creditício. Desse modo, mesmo o planejamento "indicativo" cristalizava uma relação exterior entre o Estado diante do mercado: a intervenção não entrava na manipulação dos sinais alocativos do sistema de preços, o Estado não era um "jogador" no mercado.<sup>128</sup> Se a tentativa de planejamento da oferta na década de 40 não interveio no sistema financeiro, as políticas de gestão da demanda agregada da década de 50 é que não iriam fazer isso. Junto com a força política do consenso internacionalista, cristalizaram o padrão de distanciamento entre governo, City e indústria. Afinal, era preciso dar plena liberdade aos investimentos externos da City, e não afugentar aplicadores dispostos a portar títulos denominados em libra esterlina.

Pois bem, as agências industrializantes da década de 60 não foram capazes de subordinar a gestão macro-econômica a seus intuítos modernizadores, antes pelo contrário. Como não havia instrumentos de alocação seletiva dos fluxos financeiros privados, tais agências dependiam de recursos orçamentários para financiarem os "subsídios ao investimento". As políticas orçamentárias, no entanto, continuavam subordinadas às políticas de fisco e juros destinadas a defender a regra fixa de câmbio.

O padrão de não-intervenção industrial seletiva foi observado por vários analistas das políticas inglesas.<sup>129</sup> Com efeito, as agências da década de 60 não eram portadoras de estratégias definidas e seletivas de modernização industrial, não discriminavam entre setores com vista a favorecer os de maior dinamismo atual e/ou futuro. Suas moderadas disposições orçamentárias de recursos, sempre sujeitas

---

<sup>128</sup> Ver Zysman (1983), p. 182-5.

<sup>129</sup> Ver Zysman (1983), Hall (1984), Rowthorn (1986).

a políticas de contenção fiscal do Tesouro, não lhes davam instrumentos de significativa realocação dos fluxos de gasto e investimento da economia. Ao não controlarem a direção dos fluxos financeiros do sistema creditício — deixados livres para as vicissitudes do mercado e para a liberdade de movimentação externa de capitais pela City —, não dispunham de um precioso instrumento de gestão da modernização industrial a partir da manipulação dos sinais de mercado. A maneira de abordagem do setor privado é bem descrito por dois analistas das tentativas de intervenção. Dada a ausência de instrumentos, a força da tradição liberal de não-intervenção, e o virtual monopólio burocrático do Tesouro e do Bank of England, "era quase inevitável que quando o governo britânico abordasse as associações de empregadores e os sindicatos trabalhistas com propostas para a construção de um maquinário de planejamento econômico, ele faria isso não como um representante do interesse público buscando as recomendações de grupos com interesses especiais, antes de exercitar sua autoridade, mas como uma associação abordando duas outras associações para perguntar-lhes o quê elas estariam dispostas a fazer".<sup>130</sup>

Efetivamente, o padrão de política industrial britânico, a partir da década de 60, se associou muito mais a "políticas regionais" voltadas a racionalizar o declínio de indústrias ameaçadas e defender o emprego, do que com decididas políticas voltadas à modernização do sistema produtivo.<sup>131</sup> O poder político do Tesouro e do Bank of England em seus esforços de ajustamento externo, por exemplo, foram capazes de reorientar agências originalmente destinadas à intervenção industrial em agências executoras de políticas de rendas, voltadas à tentativa de garantir restrições salariais para diminuir o tamanho de restrição externa. Esse, por exemplo, foi o caso logo da primeira agência criada para fins industrializantes, a NEDC - National Economic Development Council<sup>132</sup>, e do Department of Economic Administration<sup>133</sup> de Wilson.

Por outro lado, as nacionalizações feitas pelo governo trabalhista, a partir de 1945, eram um fim em si mesmas, e não um instrumento na busca de fins

---

<sup>130</sup> Blank (1978), p. 115.

<sup>131</sup> Ver Hall (1984), Lisle-Williams (1986), p. 258-261 e Zysman (1983), cap. 4.

<sup>132</sup> Ver Blank (1978), p. 117.

<sup>133</sup> Ver Zysman (1983), p. 216.

industriais, e apesar de serem justificadas na base ideológica de aumento da propriedade pública, o governo manteve relações distanciadas com as empresas nacionalizadas — como se elas fossem empresas privadas. Além disso, seus projetos de investimento ainda eram sujeitos a cortes súbitos, ao sabor seja do humor ideológico dos conservadores, seja das medidas de contenção na economia.<sup>134</sup> Como se não bastasse, os projetos mais exaltados de nacionalização, oriundos da esquerda do partido trabalhista, assustavam industriais dispostos a colaborar com políticas industriais, acirrando o debate ideológico em torno à intervenção estatal e extremando os pólos do sistema partidário em torno a princípios, e não a projetos. Fôra assim não apenas com a oposição às nacionalizações do gabinete Atlee — apesar de se concentrarem sobre indústrias em declínio —, mas também com as propostas de criação da NEB - National Enterprise Board em 1974, que ameaçou mudar a natureza do sistema econômico inglês com a formação de um grande conglomerado financeiro-industrial de propriedade pública — controlando alguns dos mais importantes setores da economia.<sup>135</sup> Apesar de que os líderes dos gabinetes trabalhistas pós-1974 foram muito mais moderados que a esquerda do partido, preocupando-se mais com a estabilização da inflação e a recuperação da confiança financeira internacional do que com o pleno emprego, a radicalização interna da esquerda do partido trabalhista incentivou a radicalização à direita do partido conservador: foi nessa época que Margaret Thatcher substituiu Heath como líder dos tories.

Assim, as tentativas de orientar a economia em direção ao crescimento e à modernização a partir da década de 60 foram frustradas por sua subordinação aos objetivos de política externa. Não foram as políticas macro-econômicas que subordinavam-se aos projetos industrializantes. Ao contrário, a continuação das políticas de stop-go mostrou que não havia vontade política suficiente para romper com os compromissos externos, em função de projetos internos: estes é que eram sacrificados àqueles. Com efeito, o grande número de agências criadas com intenções industriais<sup>136</sup> — o NEDC, o DEA, o Ministério de Tecnologia, o IRF, o NRDC, o IFF e

---

<sup>134</sup> Ver Lisle-Williams (1986), p. 257-8.

<sup>135</sup> Ver Zysman (1983), p. 182-7 e 222-5, Lisle-Williams (1986), p. 260-1, e Marsh & Locksley (1983), p. 50-3.

<sup>136</sup> Lisle-Williams (1986), p. 258-65, Zysman (1983), p. 211-25.

a NEB — acabaram ou atendendo a objetivos de "política regional" (a defesa do emprego de indústrias em declínio) ou a tentativas de negociação de políticas de rendas restritivas, com vistas a facilitar o ajuste externo. As políticas de incentivo ao crescimento e ao investimento industrial não eram compatíveis com as políticas macro-econômicas voltadas a desacelerar o ritmo interno de acumulação, que visavam inversamente que a economia interna se adequasse aos compromissos externos, "cabendo" dentro das restrições externas. A decisão de manter o Império implicava em grandes gastos em divisas para manter o aparato militar de domínio de tais regiões, e para transferências de ajuda no Reino Unido. A abertura de tais regiões aos investimentos e empréstimos da City garantia rendas "invisíveis" crescentemente sujeitas a especulações curto-prazistas, mas também abria espaço para fuga de capitais virtualmente industrializantes, se direcionados fossem para objetivos internos de política industrial. Além de não financiarem as indústrias internas, tais finanças voláteis também eram fonte de súbitas crises especulativas que impunham ao Tesouro o stop deflacionário, caso se fosse evitar "hemorragias desastrosas", nas já citadas palavras de Harold Wilson.

O resultado estrutural mais importante do tradicional direcionamento do sistema financeiro-comercial inglês aos mercados externos foi a divisão e o distanciamento entre City, governo e indústria. Ao governo não cabia restringir e alocar os fundos da City para o mercado doméstico, caso isso implicasse em limitar sua geração externa de divisas. Como a geração dessas divisas era necessária para financiar os compromissos políticos imperialistas que formavam um consenso internacionalista pouco questionado, não havia como intervir na direção interno/externo dos recursos da City — a tradição e a competência do Bank of England não recomendavam isso, e a libra esterlina e a City eram ativos não meramente econômicos, como também simbólicos. A formação da aliança atlântica pelo multilateralismo também implicava em outra dose de laissez-faire internacional do governo britânico: as políticas dos gabinetes conservadores na década de 50, por exemplo, foram amplamente voltadas ao objetivo de fazer da libra esterlina novamente uma moeda amplamente conversível.

O problema estava em que a geração de divisas pelos negócios externos da City não era mais tão segura quanto no período anterior a 1914. Os gabinetes do pós-guerra eram sucessivamente levados a se lembrar disso com as sucessivas crises da



libra, mas a retórica do Tesouro culpava pelas restrições externas não os custos elevados dos compromissos externos, mas sim às "tendências ao crescimento e à inflação" da economia. Como as rendas geradas pela City eram instavelmente reguladas pela confiança na estabilidade da libra esterlina, as políticas macroeconômicas voltadas a defendê-la conjunturalmente acirravam a perda de competitividade da economia industrial inglesa. Como a City e os compromissos externos não foram adaptados institucionalmente a contextos substancialmente diferentes daqueles vigentes antes de 1914, a indústria inglesa precisou arcar os fardos de políticas fiscais, monetárias e cambiais desindustrializantes.

Não houve uma re-adaptação institucional do sistema financeiro britânico, para adequá-lo aos objetivos modernizantes das agências industriais criadas na década de 60. Como não havia apoio e incentivos suficientes para melhoria da competitividade internacional da indústria britânica, a situação do balanço de pagamentos dependia de políticas conjunturais voltadas a atrair a confiança financeira internacional para a libra, com "incentivos especiais" em termos de prazos, juros e câmbio. Tais políticas, no entanto, desalentavam os incentivos ao investimento industrial modernizante, sufocando o setor produtivo doméstico em um círculo vicioso desindustrializante que acirraria ainda mais a desconfiança na libra.

A base estrutural de tais políticas foi certamente a separação entre o sistema financeiro e o industrial ingleses, voltados, pelo menos até o final da década de 60, para estratégias contraditórias. Enquanto a sobre-valorização da libra incentivava um direcionamento endógeno para a indústria, aumentava o apêgo da City por negócios externos. Não havia motivo para que a City resistisse às políticas macroeconômicas desindustrializantes: a defesa da libra até 1967 foi condição de expansão de seus negócios internacionais. Por outro lado, a transformação de Londres em um dos centros do Euro-mercado permitiu-lhe efetivar transações com ativos denominados em qualquer moeda. A partir do final da década de 60, mesmo as grandes corporações começaram a fugir da lógica desindustrializante em que estariam enredadas internamente, com a estratégia de expansão de seus investimentos externos diretos e aplicações crescentes em ativos financeiros internacionais. Passaram a não depender mais das instáveis condições para o investimento produtivo interno, fortalecendo seu processo de globalização

produtiva e financeira e também a debilidade cambial do país.<sup>137</sup>

Não que o sistema financeiro não aplicasse fundos internamente — o fazia. No entanto, os fluxos financeiros internos se direcionavam para aplicações alternativas ao investimento produtivo. Não havia instituições bancárias especializadas em crédito a longo prazo, em cuja estabilidade pudessem se assentar projetos de expansão industrial.<sup>138</sup> O crédito comercial interno — inclusive para alavancagem de posições especulativas no mercado de capitais —, o crédito para o consumo e a compra de títulos de dívida pública absorviam o grosso das estratégias bancárias domésticas, em conjunto com investimentos externos. Há evidências de que a recuperação expansiva nos ciclos do pós-guerra se iniciava com o consumo agregado e com a construção civil residencial<sup>139</sup>, incentivados pela melhoria das condições domésticas de crédito assim que a restrição externa se afrouxasse. Como não era o investimento industrial que puxava a recuperação, a expansão da capacidade produtiva não acompanhava todo o aumento da demanda — de maneira que a elevação abrupta do consumo, sem rápida resposta do investimento produtivo, implicava logo em inflação ou em restrição externa (pelo aumento das importações), ou em ambos. Como cada fase de go começava com aumento do consumo, as importações aumentavam a cada ciclo (subsidiadas com a sobrevalorização da libra), enquanto que a fase do stop afetava primeiro o investimento interno. A City passara a financiar em larga escala o consumo doméstico desde a década de 30, enquanto que a renitência do Bank of England em mudar suas políticas monetárias agregadas por políticas de seletividade do crédito, por exemplo, cristalizou um padrão em que os fundos financeiros incentivaram o consumo ao invés do investimento produtivo.<sup>140</sup>

As políticas monetárias do Bank of England, voltadas à defesa da libra, também implicavam em um aumento substancial da dívida pública — agravando as condições gerais de crédito, gerando uma tendência altista sobre as taxas de juros e

---

<sup>137</sup> Lisle-Williams (1986), p. 254, e Marsh & Locksley (1983), p. 43 e 46-7.

<sup>138</sup> Detalhadas descrições da institucionalidade financeira inglesa podem ser encontradas em Zysman (1983), p. 189-201 e Lisle-Williams (1986), 239-51.

<sup>139</sup> Ver Lever e Edwards (1986) e Lisle-Williams (1986), p. 237 e 249.

<sup>140</sup> *idem* *ibidem*.

incentivando aplicações “rentistas” das corporações produtivas. Em 1979, por exemplo, negócios com títulos públicos chegavam a 78% do valor das transações no mercado secundário de capitais, e, entre 1973 e 1977, 80% do valor de emissões primárias no mercado de capitais era representado por títulos da dívida pública, que pagavam em média 12-14% de juros, contra 5% pagos por bônus privados.<sup>141</sup> A não-seletividade creditícia (ou melhor, a prioridade das aplicações para consumo e construção residencial em detrimento ao investimento produtivo) e o aumento da dívida pública, agravavam as condições do crédito industrial — e o crowding-out do setor produtivo para fora do sistema interno de crédito era a tendência típica do capitalismo inglês, ao invés da solidarização do capital financeiro-industrial. Diante de sistemas industriais amplamente articulados com os bancos — o que é característica do desenvolvimento francês, alemão e japonês — os interesses financeiros ingleses se mostraram desindustrializantes. Não apenas estiveram amplamente articulados a um padrão de gestão macroeconômica que desalentava os investimentos industriais, como também não os financiavam diretamente. Enquanto o período médio dos empréstimos dos bancos japoneses à indústria oscilou entre 15 e 20 anos, na Inglaterra o tempo médio foi de 2 e 1/2 anos. As indústrias inglesas, entre 73 e 79, por exemplo, dependeram em média de seus próprios lucros acumulados em 70% dos fundos necessários à expansão, enquanto uma significativa parte do restante veio de acionistas e bônus, e não de empréstimos bancários. Tal média foi muito maior que a dos países de maior dinamismo industrial.<sup>142</sup>

---

<sup>141</sup> Ver Lisle-Williams (1986), p. 249-250.

<sup>142</sup> Ver Lever e Edwards (1986).

*III. IV - Conclusões*

Como já observado na introdução ao capítulo, modelos genéricos de previsão da função do Estado em sociedades capitalistas não conseguiriam captar toda a complexidade do caso concreto da Inglaterra. Ali, a intervenção estatal não "serviu" para racionalizar o capitalismo britânico, ajudar a que respondesse às ameaças internacionais que o tolhiam ou "modernizá-lo". Tampouco pode-se argumentar que o Estado inglês era "fraco". As políticas que escolheu seguir foram buscadas com uma insistência impressionante, a despeito dos efeitos gerados sobre o ritmo de acumulação capitalista. Certamente que as restrições externas enfrentadas pela Inglaterra ao final da II Guerra foram cruciais para a limitação do arco de possibilidades que era capaz de seguir: não poderia tomar um caminho que não resolvesse a questão de suas restrições externas. O que é impressionante é a força do consenso que se foi construindo a respeito de como manejar tais restrições externas. Conflitos houveram, é verdade, mas nem sequer os líderes trabalhistas resolveram tomar um caminho alternativo ao internacionalismo financeiro e o imperialismo. Muito menos os tories: diz-se que o sonho frustrado de Churchill era restaurar o antigo prestígio inglês no pós-guerra, assentado em um forte poder imperial.

O fato de que havia ocorrido conflitos, entretanto, é suficiente para mostrar que o rumo escolhido não era "necessário": poderia ter sido outro. Ele não foi definido pela força de uma lei sistêmica "derivada" da complementaridade "funcional" entre o Estado e a acumulação de capital. Em primeiro lugar, porque sequer existe algo como "a acumulação capitalista" em abstrato. O rumo que ela fôr tomar vai sempre depender também de certas decisões políticas, de maneira que as decisões políticas não podem ser tomadas como variáveis dependentes, de direções ainda não definidas da forma que vai tomar a acumulação de capital. Só o raciocínio retrospectivo pode afirmar, confortavelmente, que as decisões tomadas eram as que "deveriam ser tomadas", por responderem a requerimentos funcionais que ao Estado cabia a satisfação. Onde há controvérsias, conflitos de interesses e alternativas, não há "necessidade" — o resultado é contingente do processo político de tomada de decisões, suas reformulações, resistências, vetos etc., do jogo político, enfim.

Reconhecer autonomia à política não significa conferir autonomia ilimitada

ao Estado, entretanto. Se o Estado inglês foi capaz de buscar a realização de suas políticas externas, ele não o fez sem solidariedades com interesses específicos — o que também não quer dizer que fosse um mero instrumento de tais interesses. Essa, aliás, é outra razão porque não existe um rumo "necessário" para as políticas de Estado. Qualquer seja a estratégia econômica que os ocupantes dos cargos de poder busquem seguir, a execução dessa estratégia não depende da pura e simples imposição da vontade de Estado. A viabilização das decisões estratégicas depende não apenas dos recursos organizacionais e de poder à disposição do Estado — depende também da articulação de interesses privados responsáveis pela tomada de certas decisões, cruciais à realização da estratégia. Se a execução não depende meramente da vontade de Estado, tanto mais ela depende da política, e menos tem um rumo "necessário". Isso também não significa que tal estratégia precisará ser complementar à "acumulação capitalista", para ser executada. Ela precisa de menos — basta ser complementar a uma certa forma de acumulação capitalista.

Com efeito, é evidente que a decisão internacionalista não se mostraria nada desagradável à City de Londres — o que não significa dizer que Atlee e Hugh Dalton fossem "instrumentos" dela. Hugh Dalton sabia do risco político de uma estratégia de capitalismo nacional em 1945, como a citação da página 83 pode demonstrar. No entanto, poderia ter decidido, junto com Atlee, por ela: quem faz o cálculo estratégico que fez, faz porque pode decidir entre alternativas. O gabinete poderia ter corrido o risco de parar as negociações do empréstimo com os Estados Unidos, em 1945, deixando de se comprometer com a conversibilidade em dólar da libra. As relações inglesas com as colônias provavelmente não deixariam a Inglaterra sem o cheap loaf por muito tempo. Mas não correram o risco da busca de uma alternativa mais nacional. O que não quer dizer que tal alternativa fosse política ou economicamente impossível — ela apenas não dependeria pura e simplesmente da vontade de Estado. Mas certamente dependeria da tomada de outras decisões e da articulação de outros interesses — talvez até o de parcelas do capital comercial e financeiro associadas à City de Londres. A City havia perdido muitos negócios internacionais desde a década de 30, e poderia ser convidada a fazer muitos negócios (de maneira mais regulada, certamente) dentro da própria Inglaterra. Nada impedia que a institucionalidade do sistema financeiro inglês pudesse ser reformada, e assim sua relação com o setor produtivo. Os vested interests a enfrentar eram fortes, mas

não eram completamente imbatíveis ou inconciliáveis. O consenso internacionalista não estava garantido de pronto no imediato pós-guerra — aparentemente, foi mais uma criação em aberto, dependendo mais tarde do Plano Marshall, da Guerra Fria, da remilitarização, da vitória de Churchill em 1951 etc., para se consolidar como "consenso". E se algum dia o Labour Party pensou em organizar meios para uma transição futura ao socialismo, certamente a dependência dos financistas internacionais não conferiria a melhor configuração institucional, sob o capitalismo, para acumular hegemonia e forças políticas para tal transição. Ao invés disso, o partido sequer chegou próximo das moderadas aspirações de J. M. Keynes, isto é, de praticar a "eutanásia do rentier".

A alternativa nacional de industrialização necessitaria que as decisões políticas fossem capazes de mobilizar mais ou menos voluntariamente decisões privadas. Isso poderia ser feito através da organização de meios institucionais, regulações etc, que facilitassem a eficácia das decisões governamentais, seja criando meios de contenção dos recalcitrantes poderes privados de veto, seja meios de articulação de decisões privadas em cooperação com a política. Nem a contenção, nem a articulação, eram impossíveis no caso inglês. O sucesso não era garantido, mas a alternativa era arriscada porém plausível.

Controles de câmbio, por exemplo, poderiam impedir a fuga de capitais e a perda de reservas, enquanto que a desvalorização da libra imporá perdas aos detentores de ativos financeiros denominados em libra, mas diminuiria o tamanho da restrição externa ao gasto interno. A expansão do gasto poderia articular os empresários associados às compras governamentais, enquanto que as nacionalizações poderiam também associar-se a políticas de compras. O controle de fundos financeiros poderia ser um poderoso instrumento de planejamento, seja vetando financiamento a decisões de investimento não complementares à estratégia geral de política, seja solidarizando intensa e "voluntariamente" os capitais dispostos a investir nos setores privilegiados. Acordos bilaterais de comércio poderiam, com antigas e atuais colônias e com países europeus, tentar garantir um rápido retorno do cheap loaf, enquanto que a política de investimentos industriais poderia não apenas garantir uma recuperação, a médio prazo, das contas externas, mas provavelmente também um maior dinamismo à acumulação industrial de capital — apesar de impôr limitações à acumulação financeira internacional. Como

se vê, havia uma alternativa plausível, o curso efetivamente tomado não era "necessário".

Até prova em contrário, o desenvolvimento inglês no pós-guerra não pode servir de evidência para teorias sistêmicas da função do Estado sob o capitalismo. Provavelmente, nenhum caso nacional ou internacional pode servir, tendo-se em vista as incoerências teóricas que são características desse enfoque. No capítulo seguinte, com efeito, se discutirá o modo como a restauração do poder do capital financeiro internacional foi, igualmente, uma contigência de conflitos políticos — e não de "necessidades" determinísticas. Depois dessa restauração, os países que desfrutaram a "era dourada" do capitalismo passaram a "desfrutar", inversamente, da vigilância do poder financeiro transnacional quanto à "confiança", "credibilidade" e "austeridade" das políticas econômicas governamentais — de uma maneira que já era, não obstante, bastante familiar à Grã-Bretanha do pós-guerra.

## IV • A Hegemonia Monetária Americana e a Restauração do Poder do Capital Financeiro Internacional

### *IV. I - A Crítica de J.M. Keynes ao Capital Financeiro Internacional*

Genericamente, todo sistema monetário internacional deve solucionar o problema de criação da liquidez internacional capaz de possibilitar as transações internacionais. Tal sistema também deve definir regras e meios de resolver desajustes em balanços de pagamentos nacionais. Em tese, é possível falar de um sistema regular quando há regras institucionalizadas que definam seja os mecanismos de criação dos ativos de reserva internacionais, seja a maneira de distribuição de tais ativos entre os diversos elos nacionais do sistema. Assim, há regras que definem os meios através dos quais os ativos de reserva internacionais estarão disponíveis para o ajuste de desequilíbrios em balanços nacionais de pagamentos. Se assim não fosse, a conclusão absurda seria a de que todo país que se visse sem o montante adequado de liquidez internacional para fazer frente a déficits em transações correntes de bens e serviços, deveria abandonar o sistema, sem meios de acesso aos ativos internacionais de reserva. Se a ordem internacional de transações deve permanecer "aberta" — isto é, no sentido em que países deficitários não sejam facilmente forçados a "fechar suas portas" ao sistema — estas regras devem normalmente definir formas de acesso nacional aos ativos internacionais de reserva.

Obviamente, a configuração institucional de tais regras não costuma ser "neutra" — há sempre uma distribuição diferencial dos custos e benefícios associados seja à forma de criação de liquidez internacional, seja às maneiras legitimadas de acesso aos ativos de reserva internacionais. Tais regras internacionais costumam definir diferentes formas de limitação às soberanias nacionais, no que tange à maneira como podem se ajustar a problemas cambiais. Em outras palavras, a definição de regras implica em que a resposta nacional aos desajustes não seja "unilateral", isto é, que precisa ser pautada em regras de convivência sistêmica; se houver desrespeito unilateral de tais regras, é de se esperar retaliação internacional. Afinal, tais regras não apenas orientam, como também restringem as maneiras legítimas de responder a problemas cambiais. Sendo assim, as regras monetárias



internacionais são questões de interesse nacional — elas definem formas de restrição mútua de soberanias no trato entre nações, se regras forem, e se respeitadas internacionalmente forem.

Na década de 30, como já discutido, diversos Estados resolveram desrespeitar as regras que orientavam a convivência monetária internacional. Por assim dizer, não aceitaram mais as limitações à autonomia decisória nacional que eram impostas pelas regras cambiais vigentes — constringendo o livre manejo das políticas monetárias e orçamentárias. Ao invés de subordinarem tais políticas à preservação dos termos da convivência cambial internacional, priorizaram mais as políticas de proteção diante da crise internacional do que a defesa da ortodoxia do padrão-ouro. Com efeito, as desvalorizações e declarações de inconvertibilidade cambial mudaram o compromisso cambial com as antigas paridades em ouro, e possibilitaram a utilização política de instrumentos monetários e orçamentários de regulação do capitalismo. E a liberdade ganha pelas políticas monetárias e orçamentárias foi efetivamente usada para administrar preços domésticos de ativos reais e financeiros — liberadas que estavam da defesa da convertibilidade livre. Assim, a não-aceitação dos termos em que as políticas nacionais deveriam orientar-se para ter acesso aos escassos ativos internacionais de reserva levou diversos Estados a "fecharem suas portas" ao sistema internacional — fragmentando-o, tornando-o menos multilateral e "aberto", talvez eliminando-o como um "sistema" único.

J. M. Keynes não foi apenas um dos ingleses que mais exultou com a quebra dos "grilhões de ouro" ingleses (ver nota 38), e que exultaria ainda mais com uma "eutanásia do rentier"<sup>143</sup>. Ele também refletiu sobre os contornos institucionais necessários para tornar o sistema monetário internacional mais adequado ao alcance do pleno emprego internacional. Para Keynes, como já observado (ver pp. 47-49), a elevação "artificial" dos juros em relação ao ciclo econômico seria causada, na Inglaterra do entre-guerras (mas também em outros elos nacionais do sistema), pela inter-dependência dos mercados monetários nacionais. Não era possível proteger os custos de acesso ao crédito interno de arbitragens financeiras internacionais,

---

<sup>143</sup>Eutanásia que, para Keynes, praticada con amore, não precisaria ser "nothing sudden... need no revolution": Keynes (1936), p. 376. Para o quê se segue, ver Miranda (1992), pp. 39-54, Bloch (1977), cap. 3, Griffith-Jones e Sunkel (1986), cap. 4, e Helleiner (1994 a) e (1994 b).

alimentando assim o apetite dos rentiers. Países que passassem por déficits de transações correntes precisavam proteger o câmbio através da elevação interna dos juros, seja para diminuir a demanda interna por importações, seja para financiar-se junto aos banqueiros internacionais — que inconvenientemente traziam com suas "poupanças" também a "disciplina austera dos mercados". O "mercado" não garantia espontaneamente uma redução dos juros para "reequilibrar" os incentivos ao investimento produtivo, muito ao contrário. Adiante, abordar-se-á a proposta de Keynes para o sistema monetário internacional do pós-guerra, nas conferências em Bretton Woods.

Ora, um dos grandes problemas trazidos por um sistema internacional de regras de criação e acesso à liquidez internacional pautado em um padrão ouro-divisas, é o de incentivar demasiadamente o patrimonialismo e a valorização "fictícia" privada. Como o ajuste externo exige uma elevação "artificial" dos juros, necessária para defender o câmbio, deprimem-se os incentivos ao investimento produtivo alternativamente à remuneração financeira dos fundos "poupados". Antes da década de 30, apesar de haver criação política de dinheiros nacionais, garantidos em seus espaços políticos soberanos, a autonomia política de criação de dinheiro nacional era restringida pela regra de criação internacional de liquidez. Como era preciso defender paridades cambiais em relação ao ouro, ou em relação à divisa-chave, a criação autônoma de moeda nacional precisava respeitar a regra de garantir sua conversibilidade em relação aos escassos ativos internacionais de reserva. Desse modo, os saldos deficitários não podiam ser muito grandes — já que as moedas precisavam manter a conversibilidade cambial vis-à-vis os ativos internacionais de reserva nacionalmente acumulados. Logo, a disponibilidade de reservas impunha uma limitação externa à autonomia de criação política de dinheiro nacional.

Além do mais, é óbvio que se deixada aos banqueiros a tarefa de financiamento de desajustes cambiais, a decisão privada de conferir crédito a elos deficitários do sistema traz conseqüências político-públicas: também restringe a autonomia política nacional de criar dinheiro político, pois implica em uma disciplina deflacionária "dos mercados". O financiamento privado é regido por uma lógica "rentista", em que é necessário garantir a capacidade de pagamento do tomador de crédito; no caso, a capacidade de gerar reservas cambiais — que depende da "disciplina nacional"

voltada ao objetivo de reduzir a demanda por importações, aumentar os excedentes exportáveis, e elevar taxas de juros para garantir novos financiamentos internacionais. Se tal disciplina não é seguida, a lógica "tutelar" de influência política dos rentistas é a "saída" — como o imediato objetivo bancário privado não é o de facilitar o funcionamento do sistema internacional de pagamentos, mas o de zelar pela segurança de suas aplicações, a dificuldade de geração de receitas cambiais por um elo nacional endividado é respondida tipicamente com uma retração de novos créditos, piores condições de rolagem dos antigos etc. Se o país não quiser "fechar as portas" ao sistema internacional, ou ser mal-visto pelos aplicadores e investidores internacionais, sua única alternativa a curto prazo é a "disciplina deflacionária", isto é, aceitar a lógica "tutelar" dos rentistas.

Desse modo, um sistema internacional cujos países membros precisam defender a conversibilidade de suas moedas em relação a escassos ativos de reserva, implica em tendência de escassez monetária nacional. Ora, se a regra de distribuição de reservas internacionais para países que as necessitem passar por uma lógica "rentista" de financiamento, são reforçadas tais restrições às autonomias monetárias nacionais. Obviamente, a disciplina deflacionária é sempre assimétrica: países cuja inserção subordinada na divisão internacional do trabalho implica em fragilidades na conta de transações correntes de bens e serviços, são dependentes da disponibilidade relativa de fundos internacionais — disponibilidade para a qual esses países importadores de capitais têm pouco controle direto, se algum. Os graus de dependência e auto-suficiência monetária no contexto internacional são assimétricos. No caso em que o câmbio precisar ser protegido por elevação interna dos juros, e uma crise internacional obrigar a uma elevação competitiva de juros em vários elos do sistema, as restrições às autonomias monetárias nacionais (isto é, as tendências deflacionárias do sistema) se tornam ainda mais agudas. Não foi à toa que na década de 30 diversos Estados decidiram priorizar a autonomia monetária nacional à sujeição à "disciplina dos mercados" internacionais, de modo a proteger os jogadores nos mercados nacionais das crises externas.

Naturalmente, se não houvesse uma elevação competitiva de juros diante de crises internacionais, as restrições às autonomias monetárias nacionais não aumentariam ainda mais. Mas só um processo cooperativo poderia manter baixas as taxas de juros e diminuir a tendência "deflacionária" do sistema. Tanto melhor seria

que a coordenação fosse institucionalizada: implicasse em regras políticas negociadas para os ajustes cambiais, em um sistema monetário que não exigisse a elevação anárquica de juros para a defesa do câmbio, e que, tanto melhor, não exigisse financiamento privado — protegendo as condições nacionais de crédito das vicissitudes de uma lógica de financiamento de rentiers.

Com efeito, a proposta de Keynes para a reorganização do sistema monetário internacional do pós-guerra trazia alterações significativas em relação às regras de criação e acesso à liquidez internacional típicas a um padrão ouro-divisas. Elevando a um plano internacional as possibilidades de regulação centralizada do dinheiro, preservava as autonomias monetárias nacionais das restrições deflacionárias advindas do sistema internacional — possibilitando que se executasse a "eutanasia do rentier" nacionalmente, con amore.

O princípio fundamental seria o de não deixar que os financiamentos externos precisassem ser mediados por uma decisão privada instável, sujeita a desconfiças na capacidade de solvência do país — como se os países se tratassem de um tomador qualquer, cujo risco de crédito fosse avaliado privada e instavelmente, como fazem os bancos. Segundo Keynes, o acesso à liquidez internacional compensatória não podia ser regido pelas regras especulativas das transações privadas. Ao invés de privilegiar os rentiers, cabia assegurar fluxos confiáveis de financiamento para os elos deficitários do sistema, de modo a garantir o pleno emprego internacional — e a liquidez sistêmica que o possibilita. A "disciplina dos mercados" exigida pela lógica "tutelar" dos rentistas tendia a diminuir a liquidez sistêmica para baixo daquela que possibilitaria o pleno emprego internacional. Para os elos endividados do sistema, a exigência bancária de geração de cambiais através da redução da demanda por importações e elevação das taxas de juros tendia a transmitir a redução do ritmo de crescimento em um elo do sistema para os demais. A inexistência de um banco central internacional que funcionasse como lender of last resort e que criasse liquidez internacional onde necessário, fazia precisamente com que a ânsia de um elo individual por liquidez implicasse em uma redução sistêmica de liquidez. Por assim dizer, o aumento da "preferência pela liquidez" tendia a produzir também internacionalmente um nível sistêmico de desemprego.

Se a "disciplina dos mercados" não tendia a garantir um nível de liquidez sistêmica que possibilitasse o pleno emprego internacional, a proposta Keynesiana

de reorganização do sistema monetário internacional do pós-guerra visava, precisamente, garantir a liquidez necessária para alcançá-lo. Tal institucionalidade forçaria uma cooperação anti-deflacionária entre os elos do sistema — elevações competitivas de juros se tornariam "coisas do passado", conciliando a autonomia política de criação nacional de dinheiro com as regras de acesso aos ativos internacionais de reserva. Na verdade, tal projeto limitava as práticas de gestão monetária nacional voltadas a restringir excessivamente a oferta doméstica de moeda, visando à acumulação de reservas internacionais ociosas. Por assim dizer, tal projeto viraria pelo avesso a maneira de constranger a autonomia monetária nacional típica de um padrão ouro-divisas; haveria agora uma Câmara de Compensação das transações internacionais em que a acumulação de saldos cambiais ociosos seria, a partir de certo ponto, punida, "remunerada" negativamente. O pagamento de juros pela acumulação de saldos ociosos incentivaria os países superavitários a ativar políticas regulatórias voltadas a aumentar o nível de emprego interno, aumentar a demanda por importações e transmitir estímulos de demanda efetiva aos demais elos do sistema monetário internacional. Assim, seriam gastos os saldos ociosos acumulados, e seria facilitado o processo de financiamento internacional dos países deficitários — tornando menos condicional o acesso à liquidez internacional e diminuindo as restrições externas aos níveis domésticos de emprego. Os países superavitários seriam forçados a reduzir cooperativamente seus superávits — ao invés de obrigar os deficitários a se colocar à mercê dos rentiers, ao competirem por financiamentos em ativos líquidos escassos e privadamente distribuídos.

Assim, a proposta institucional de Keynes nas negociações de Bretton Woods visava a liberar países deficitários da necessidade de elevar competitivamente suas taxas de juros como forma de defender suas taxas de câmbio — tais taxas de câmbio seriam defendidas cooperativamente com a transferência de parte do "ônus" do ajuste para os superavitários. O sistema institucional proposto visava a que os ajustes fossem respondidos com políticas anti-deflacionárias nos países superavitários, com um pronunciado viés sistêmico em direção ao pleno emprego internacional. Se, alternativamente, o ajuste continuasse recaindo sobre os deficitários, o resultado a evitar seria que tais países seriam punidos com políticas recessivas voltadas a arcar com as condicionalidades dos financistas e a transferir

seus déficits para outros países do sistema. Tal tipo de reação teria o efeito de elevar competitivamente as taxas de juros, provocando arbitragens internacionais de capital que transmitiriam desequilíbrios financeiros e cambiais para outros países do sistema.

O efeito de políticas de ajuste que concentrassem os ônus externos nos países deficitários, acabaria transmitindo efeitos financeiros e comerciais deletérios para o sistema como um todo — exportando políticas recessivas e difundindo não-cooperativamente elevações competitivas de juros e reduções dos níveis de atividade. A punição não-cooperativa de membros deficitários do sistema acabaria punindo indiretamente outros países do sistema. Como a não-cooperação implica precisamente na busca de transferir competitivamente a outros membros do sistema os desequilíbrios de pagamentos sofridos, o viés do sistema seria não a tendência em direção ao pleno emprego internacional trazida pela concentração dos "ônus" do ajuste em países superavitários — mas sim a tendência recessiva derivada da elevação competitiva de juros em alguns focos deficitários do sistema. Um sistema não-cooperativo de pagamentos internacionais apresentaria uma tendência a gerar uma taxa de ocupação de capacidade e emprego sistematicamente abaixo da taxa de pleno emprego sistêmico internacional. Sem meios sistemáticos de redução das restrições externas sofridas pelos países deficitários, a concentração não-cooperativa dos ônus do ajuste nos elos mais fracos do sistema monetário internacional tenderia recorrentemente a quebrar a virtuosidade entre os diversos elos nacionais integrados em uma economia "aberta". Não é a toa que tantos Estados tenham decidido "fechar as portas" ao sistema monetário internacional na década de 30, priorizando a autonomia regulatória nacional sobre capitalismo instáveis em relação à alternativa de permanecerem abertos a uma ordem internacional que transmitia as instabilidades através dos movimentos cadentes dos preços de títulos, câmbios e bens.

Eram tais tendências pouco virtuosas e cooperativas que os negociadores inglês em Bretton Woods, liderados por Keynes, buscavam evitar com suas propostas de reorganização das regras internacionais do pós-guerra. A separação entre as organizações responsáveis pelas questões comerciais (GATT) e pela gestão dos fundos financeiros compensatórios (FMI), além da gradual reorientação dos objetivos iniciais do FMI, entretanto, acabaram criando um arcabouço institucional

gradualmente voltado à punição deflacionária dos países deficitários do sistema — ao invés da punição financeira dos países superavitários que teimassem em acumular "créditos" (negativamente remunerados na Câmara de Compensação da proposta britânica) contra os elos deficitários do sistema.

*IV. II - As Contradições da Hegemonia Monetária Americana*

Como argumentado por R. Triffin no início da década de 60<sup>144</sup>, um sistema monetário internacional assentado em um padrão ouro/divisa-chave só é capaz de sobreviver duradouramente se mantiver uma tendência de escassez contínua de liquidez internacional. Se alternativamente prover um volume de liquidez internacional suficiente para garantir uma expansão contínua e crescente das transações internacionais, a desconfiança na conversibilidade-ouro da divisa-chave leva à falência das taxas de câmbio negociadas, e a uma instabilidade cambial deletéria ao sistema internacional. Isso acontece porque a conversibilidade-ouro da divisa-chave só pode ser garantida se ela fôr escassa, ao ponto de sua conversibilidade granjear confiança internacional. Mas se ela fôr escassa, o sistema internacional apresenta uma tendência recessiva, associada à restrição às autonomias monetárias nacionais gerada por um acesso limitado ao ativo de reserva internacional escasso, diante dos quais as políticas monetárias devem garantir conversibilidade monetária. Além de restringir a autoridade monetária dos países que devem garantir a conversibilidade de suas moedas, tal regra cambial também impõe uma limitação à gestão monetária do país detentor da divisa-chave. Com efeito, a regulação monetário-fiscal desse país deve zelar por uma escassez relativa da divisa-chave no sistema internacional, sendo que, obviamente, essa escassez não depende apenas de políticas diferentes executadas nesse país vis-à-vis o resto do mundo. Logo, a história do gradual declínio do sistema monetário internacional de Bretton Woods é a história da gradual diminuição da escassez do dólar ao longo do pós-guerra.

Por outro lado, há uma assimetria fundamental em qualquer sistema monetário internacional. Afinal, os diversos espaços econômicos e políticos integrados em uma ordem internacional de transações não são iguais, mas integrados em uma divisão internacional do trabalho em que varia significativamente o perfil de produção, o perfil de comércio exterior, a competitividade da produção interna, a capacidade de impôr preços e administrar a escassez de bens exportados, etc. Essa divisão diferencial do trabalho é também acompanhada por diferenças de formas de gestão das políticas econômicas, de

---

<sup>144</sup> No livro *Gold and the Dollar Crisis*: ver Griffith-Jones e Sunkel (1986), cap. 4, e Kilsztajn (1989), pp. 89-91.



compromissos militares no exterior, de diferenciais de inflação, formas de financiamento dos déficits orçamentários etc.

Grosso modo, uma divisão essencial entre os países integrados em uma ordem internacional está entre os países exportadores vis-à-vis os importadores de capital. Os países importadores de capitais apresentam normalmente uma fragilidade cambial estrutural, já que dependem da disponibilidade internacional de capitais de risco ou empréstimo para defender suas taxas de câmbio, diante dos déficits estruturais nas contas de bens e serviços, a que são sujeitos — com o agravante de que têm pouco controle direto sobre a disponibilidade internacional de capitais. Por sua vez, os países exportadores de capitais apresentam um superávit em transações correntes de bens e serviços, com o qual financiam as exportações de capitais; logo, apresentam uma fortaleza cambial estrutural, associada à escassez relativa de sua divisa nos mercados de câmbio. Naturalmente, é dentre os países superavitários em conta corrente que precisa estar associado o país portador da divisa-chave do sistema, de modo a garantir a conversibilidade geral da divisa em que o sistema internacional de câmbio estará ancorado. Logo, a história do declínio do sistema monetário internacional de Bretton Woods é a história da gradual diminuição da parcela das exportações de capital americanas financiadas com um gradualmente menor superávit em transações correntes de bens e serviços. É também a história da resistência americana em diminuir déficits orçamentários e gastos militares no exterior, ou ainda de mudar as políticas monetárias internas como forma de subordinar a expansão dos gastos americanos à defesa da regra cambial.

Ora, tal resistência é bastante compreensível: ela emana das próprias funções que o hegemon político-econômico do sistema ocidental dos pós-guerra assumiu para a estabilidade de seu arco de alianças políticas e econômicas. Ou melhor, emana da resistência americana em abandonar o papel de hegemon político e monetário do sistema. Tal resistência, entretanto, pôde até ter garantido maior estabilidade e coesão política do arco ocidental e capitalista vis-à-vis a ameaça política que lhe era representada pelo bloco soviético. Mas isso certamente se fez às custas da estabilidade cambial do bloco ocidental ancorado em torno à estabilidade do dólar.

No pós-guerra, o bloco ocidental esteve orientado, pelo menos nos países capitalistas avançados, por uma institucionalidade política internacionalista, de um lado, e, de outro, por institucionalidades domésticas fortemente anti-deflacionárias

— a expansão das atividades de lender of last resort dos bancos centrais e o crescimento dos gastos do big government. O fortalecimento das institucionalidades domésticas anti-deflacionárias veio desde os anos 30, em que diversos governos abandonaram a defesa da regra cambial e priorizaram objetivos regulatórios domésticos. Como discutido no capítulo anterior, a ruptura dos “grilhões de ouro” permitiu que fossem fortalecidas as tendências políticas de crescimento do big government, já que as políticas orçamentárias não mais sofriam vetos prementes dos especuladores financeiros internacionais — principalmente durante a Segunda Guerra Mundial —, e possibilitou que as intervenções de salvamento financeiro emergencial por parte de bancos centrais, em períodos de crise, e regulação monetária, em geral, não mais fossem internacionalmente “coordenadas” por instáveis movimentos internacionais de capitais. Surgiram então amplas coalizões anti-deflacionárias voltadas a defender a rentabilidade da riqueza capitalista, sustentar altos níveis de emprego e, com maiores resistências, prover amplos serviços sociais e infra-estruturas através do aparelho de Estado.<sup>145</sup>

A institucionalidade internacionalista do pós-guerra, voltada à integração de uma ordem econômica ocidental “aberta”, reunindo os países do pacto político do Atlântico Norte e suas periferias em um único sistema, entretanto, não foi construída sem avanços e recuos, conflitos e reformulações. Afinal, tal internacionalismo poderia se mostrar amplamente contraditório às autonomias políticas voltadas a garantir objetivos regulatórios domésticos. Quando isso aconteceu na década de 30, diversas instituições anti-deflacionárias fortaleceram-se para defender seus sistemas econômicos e políticos nacionais das vicissitudes da crise internacional. Como tais instituições se viram reforçadas no pós-guerra com o contínuo crescimento do big government, seria difícil defender uma ordem capitalista “aberta”, se isso representasse uma contradição frontal às demandas sociais que influenciavam crescentemente embates e vitórias eleitorais, e que estimulavam interesses burocráticos, em vários sistemas políticos nacionais, ou se isso implicasse em novas pressões recessivas internacionalmente transmitidas — ou seja, se o internacionalismo limitasse as possibilidades de reconstrução industrial e ameaçasse propósitos político-regulatórios de instituições domésticas anti-deflacionárias, fortalecidas no Ocidente desenvolvido pelo exemplo e medo do

---

<sup>145</sup> Ver Gourevitch (1986), cap. 4, e Gilpin (1987), pp.131-132.

Diante das ameaças econômicas e políticas à estabilidade do capitalismo, qualquer ordem internacional capitalista "aberta", em tais contextos político-econômicos, precisaria de meios institucionais capazes de garantir uma conciliação entre os objetivos domésticos e os multilaterais. Ora, foi precisamente isso que as propostas de J. M. Keynes e H. D. White, os negociadores inglês e americano nos acordos de Bretton Woods, respectivamente, reconheciam tão abertamente. Em suas propostas, tal conciliação precisaria ser feita com um acesso muito pouco limitado aos ativos internacionais de reserva, por parte dos elos nacionais do sistema monetário internacional. Para que as autoridades monetário-fiscais nacionais não precisassem perder significativos graus de autonomia regulatória em função da escassez dos ativos de reserva que lhes seriam disponíveis, era preciso que a distribuição de tais ativos de reserva nem fosse muito condicionada, nem os fizesse escassos. Isto é, seria preciso encontrar meios institucionalizados de transferência dos saldos em reserva acumulados pelos países superavitários para os países deficitários, de maneira que o acesso às reservas necessárias não implicasse em uma tendência recessiva sistêmica.

Tal transferência não-recessiva de liquidez internacional, obviamente, seria extremamente difícil de ser alcançada se o ativo internacional de reserva continuasse sendo uma divisa-chave ancorada em um certo lastro em ouro. Afinal, a ancoragem cambial internacional a essa moeda só seria estável se ela fosse escassa vis-à-vis as reservas em ouro, e tal escassez representa restrições cambiais às políticas

---

<sup>146</sup> "Uma das ironias desse estranho século é que o resultado mais duradouro da Revolução de Outubro, cujo objetivo era a derrubada global do capitalismo, foi salvar seu antagonista tanto na guerra quanto na paz, fornecendo-lhe o incentivo — o medo — para reformar-se após a Segunda Guerra Mundial e, ao estabelecer a popularidade do planejamento econômico, também lhe oferecendo certos procedimentos para a reforma": E. Hobsbawm (1995): p.17; e, também, (1990): "...o capitalismo aprendeu, de sua era de crise, certas lições de casa, tanto na economia quanto na política... O estímulo inicial para essa mudança foi, quase com certeza, político. Mesmo Keynes não escondia que seu objetivo era salvar o capitalismo liberal. Depois de 1945, a enorme expansão do bloco socialista, e a ameaça potencial que representava, fizeram com que os governos ocidentais se concentrassem na importância da previdência social. O objetivo da ruptura deliberada com o capitalismo de livre mercado não foi apenas o de eliminar o desemprego em massa (que teria a tendência automática de radicalizar suas vítimas, como se percebia à época), mas também o de estimular a demanda... Tudo o que fez com que a democracia ocidental valesse algo para seus povos — previdência social, Welfare State, rendas altas e crescentes para os trabalhadores, e sua consequência natural, diminuição da desigualdade social e de oportunidades — resultou do medo. Medo dos pobres e do maior e mais bem organizado bloco de cidadãos dos Estados industrializados, os trabalhadores; medo de uma alternativa que existia em realidade, e que realmente podia se espalhar, notadamente na forma do comunismo soviético. Medo da instabilidade do próprio sistema. Isso preocupou as mentes dos capitalistas ocidentais na década de 1930. O medo do bloco socialista, tão dramaticamente ampliado depois de 1945, e representado por uma das duas super-potências, manteve-os preocupados após a guerra... Esse preconceito contra a desigualdade extrema serviu bem ao desenvolvimento do capitalismo": pp.99-103. Esse medo do comunismo, e seus efeitos políticos internos nos países ocidentais industrializados, é recorrentemente enfatizado por E. Hobsbawm; para sua interpretação da questão, ver (1995), pp.228-9, 236-238, 251-252, 254-255, 264-271, 276-279.

monetárias e orçamentárias nacionais. Ela seria ainda mais difícil se a transferência dos ativos de reserva para financiamento externo fosse executada por capitais privados de empréstimo, que trariam junto aos capitais uma exigência recessiva, uma "disciplina de mercados" necessária à geração dos cambiais necessários para saldar as aplicações ativas dos bancos e os passivos dos endividados. Com efeito, nem a proposta de White, nem a de Keynes, contemplavam a possibilidade de liberar a mobilidade de fluxos de capital no pós-guerra — nas palavras do secretário americano do Tesouro, Henry Morgenthau, o objetivo do acordo de Bretton Woods era o de "retirar os rentiers e usurários do templo das finanças internacionais"; nas palavras de Keynes, "não apenas como uma característica transitória mas como um arranjo permanente, o plano negocia para todos os governos-membros o direito explícito de controlar todos os movimentos de capital. O que antes era heresia deve ser agora endossado como ortodoxia."<sup>147</sup>

Como já observado, a proposta de Keynes visava uma tendência do sistema internacional em torno ao pleno emprego, através de uma União de Compensação que deveria criar um novo ativo internacional de reserva (o bancor), receber um aporte inicial de recursos volumoso (principalmente dos USA), taxar levemente os países deficitários que sacassem o bancor a descoberto, e taxar também os países superavitários, isto é, punindo financeiramente aos países que teimassem em acumular "créditos" (negativamente remunerados na União de Compensação) contra os elos deficitários do sistema. Evitando as tendências deflacionárias de um sistema monetário internacional baseado em um padrão ouro-divisas, a proposta de Keynes visava conciliar a participação em um sistema multilateral de comércio à autonomia nacional recentemente ganha pelas políticas monetárias e orçamentárias governamentais. A proposta de Keynes buscava proteger não apenas a autonomia monetária nacional da integração dos mercados monetários internacionais (garantindo a lenta "eutanasia dos rentiers"), mas proteger também o comércio multinacional dos efeitos desestabilizadores gerados pela mobilidade internacional de capitais. A seu ver, cabia evitar que defesas nacionalistas contra deflações internacionalmente transmitidas implicassem em um "fechamento de portas" à ordem internacional de transações comerciais.

Por outro lado, a proposta de H. D. White inicialmente voltava-se à

---

<sup>147</sup> Citados em Helleiner (1994 b), p.164.

constituição de um banco central internacional e de fundo de estabilização que igualmente facilitassem o ajuste externo no caso de déficits. Garantir-se-ia acesso facilitado a empréstimos administrados por uma institucionalidade central de caráter multilateral, que não constrangeria tanto a autonomia monetária nacional em troca do financiamento. Ao contrário disso, haveria golpe ainda mais profundo sobre o interesse de rentiers e proprietários em geral: garantia-se aos governos que, sob solicitação, todas as propriedades de cidadãos na forma de depósitos, títulos e inversões poderiam ser colocados à sua disposição política, como forma de restringir o laissez faire internacional e reforçar as capacidades regulatórias estatais. Nas palavras de White, dever-se-ia restringir "os direitos de propriedade dos 5% a 10% dos habitantes de países que possuam riqueza ou renda suficientes para guardá-los ou investi-los em parte no estrangeiro."<sup>148</sup> O fundo de estabilização teria US\$ 5 bilhões à disposição, enquanto o banco internacional teria US\$ 10 bi de capital inicial, mais a capacidade de tomar barato recursos emprestados em qualquer país-membro do sistema, para "reciclá-los" folgadoamente. Talvez por cálculo dos vetos políticos que sua proposta inicial teria no congresso americano, White veio a restringi-la posteriormente; enquanto o banco central internacional perderia o status de lender of last resort internacional, com criação folgada de crédito, a proposta passara a se concentrar em torno ao fundo de estabilização — que não teria mais poder de veto sobre políticas nacionais voltadas à acumulação de reservas internacionais ociosas, entretanto.

Enquanto a proposta de Keynes não serviu de base para a discussão dos termos das institucionalidades monetárias internacionais do pós-guerra, a proposta de White veio a ser ainda mais restringida. No fundamental, as instituições criadas com o acordo de Bretton Woods deveriam manter a restrição à livre mobilidade de capitais — mas o fundo público multilateral necessário para substituí-los, na função de financiamento externo, continuou relativamente pequeno. Por outro lado, manteve-se um padrão ouro/divisa-chave, sem criação de novos instrumentos internacionais de liquidez até 1967 (com o surgimento dos Direitos Especiais de Saque), e sem grande poder de pressão para forçar os países superavitários a não acumularem reservas ociosas, subtraindo liquidez sistêmica necessária ao pleno emprego internacional.

---

<sup>148</sup> Ver Block (1977), p.78.

Mas como concessão à posição de Keynes, aceitou-se a ausência de condicionalidade aos países que precisassem recorrer ao FMI — seria um direito e não um favor; e criou-se uma cláusula de moeda escassa: se um país acumulasse tantos superávits que, de tão demandada para financiamento alheio, sua moeda se tornasse muito escassa junto ao FMI, países que dela precisassem poderiam discriminar contra os produtos de exportação oriundos do país superavitário. Essa seria uma forma indireta de pressionar países superavitários a reduzir sua acumulação de reservas ociosas, mas como a aplicação de tal cláusula dependia de interpretação suplementares, o poder americano de veto (junto com seus satélites dependentes e/ou com a Grã-Bretanha) tornou tal cláusula, posteriormente, mera "letra morta". Além disso, haveria permissão de modificar as taxas de câmbio fixas em 10%, após grande perda de reservas. A permissão à restrição da livre conversibilidade em transações correntes (isto é, de algum grau de comércio administrado centralmente) foi estendida por 5 anos, mas controles de capitais poderiam ser mantidos indefinidamente. Assim, apesar de suas limitações, a nova institucionalidade regulatória internacional apontava que desajustes de transações correntes seriam financiados a médio prazo pelo FMI, enquanto os capitais privados perderiam mobilidade e negócios internacionais.

O poder americano foi capaz de reinterpretar posteriormente o direito de acesso às cotas do FMI, com uma interpretação subreptícia do Acordo de Bretton Woods — a direção do FMI poderia declinar o atendimento de "pedidos" de acesso às cotas do fundo, ou aceitá-los com imposição de condicionalidades às políticas dos países em busca de financiamento<sup>149</sup>. Assim, gradualmente o FMI foi impondo condicionalidades rigorosas, não prescritas nas leis e no espírito do Acordo de Bretton Woods, de modo a fazer exigências de ajuste sobre os elos nacionais deficitários do sistema internacional — afinal, as cotas retiradas deveriam ser posteriormente devolvidas ao FMI. Desse modo, os ônus do ajuste voltariam a recair principalmente nos países deficitários, que deveriam seguir políticas austeras para defender suas taxas de câmbio fixas — afinal, não haveria crédito incondicional. Não é a toa que a retirada de cotas passou de US\$ 500 milhões em 1947 para

---

<sup>149</sup> Ver Block (1977), pp. 116-117, e 158-167.

praticamente nada em 1950<sup>150</sup>.

Não é a toa também que esse período tenha coincidido com execução do programa de ajuda americana à reconstrução dos países capitalistas avançados — o Plano Marshall. Durante tal plano, o governo americano fez a exigência de que os países que recebessem fluxos de ajuda americana não poderiam tomar financiamento junto ao FMI, sob a justificativa de que seria "redundância". Desse modo, aumentou-se a dependência financeira dos países capitalistas avançados em relação aos USA, garantindo-se maior poder americano de articular seus aliados em torno a constituição de um bloco ocidental relativamente coeso politicamente, e progressivamente voltado ao multilateralismo econômico — além de permitir a criação de uma gradual jurisprudência ortodoxa no FMI. Com efeito, como os países que recorreram ao FMI a partir de 1947 possuíam pequeno poder de barganha em relação aos USA — durante o período em que os países ocidentais desenvolvidos foram impedidos de tomar recursos junto ao fundo —, maior foi a capacidade dos corpos diretores do FMI em estabelecer precedentes estritos para a tomada futura de cotas. Criou-se assim uma exigência de condicionalidade para os financiamentos — como se tomassem créditos junto a financiadores privados, foi gradualmente exigido aos devedores que assegurassem sua capacidade de pagamento com programas deflacionários. Nada parecia ainda, entretanto, com as "cartas de intenções" da década de 80<sup>151</sup>.

Não há sistema de regras de criação e acesso aos ativos internacionais de reserva que seja "neutro" — essas regras sempre implicam em uma distribuição diferencial dos benefícios e custos necessários à integração diferencial das nações ao sistema monetário internacional. Enquanto as propostas negociadas em Bretton Woods visavam distribuir mais eqüanamente os custos da integração cambial entre os países superavitários e deficitários, a gradual reorientação e fragilização do FMI no imediato pós-guerra deixou caminho livre às virtualidades e problemas de um sistema ancorado em uma moeda-chave, "lastreada", em tese, em estoques de ouro. Assim, era garantido aos USA o direito de senhoragem internacional, de modo que o dólar tivesse quase o "curso forçado" em todo o mundo ocidental —

---

<sup>150</sup> Bloch (1977), pp. 170-172.

<sup>151</sup> A respeito da evolução do padrão de condicionalidades do FMI, ver Lichtensztejn e Baer (1986).

como restringir a oferta de dólares associada aos gastos internacionais americanos, se tais gastos eram necessários à expansão da liquidez internacional? Por outro lado, a estabilidade cambial do sistema deveria estar associada à permanente escassez de dólares, mas tal escassez, se necessária à ancoragem internacional duradoura das moedas em relação ao dólar, traria restrições às autonomias nacionais das políticas monetárias e orçamentárias dos países membros do sistema monetário internacional — afinal, tais políticas precisariam defender a regra cambial fixa. Mas se tais políticas fossem obrigadas a fazer isso, como garantir que em uma confrontação entre seus objetivos domésticos anti-deflacionários e as exigências da convivência multilateral, não fosse descartado o multilateralismo, como na década de 30?

Para que isso não acontecesse, paradoxalmente eram as políticas anti-deflacionárias americanas que não poderiam ser muito constrangidas para defender a paridade-ouro do dólar — de modo que não houvesse uma escassez internacional dos ativos de reserva, evitando as tendências recessivas associadas a um padrão-ouro/divisa-chave às custas de sua estabilidade monetária a longo prazo, entretanto. E, com efeito, a tendência genérica das políticas monetárias e orçamentárias americanas até 1979 foi priorizar a expansão da liquidez nacional e internacional à defesa cambial do dólar, subordinando a regra metálica internacional às institucionalidades domésticas anti-deflacionárias, e não o contrário. Provavelmente, tal disjuntiva não existiria em um sistema de criação de ativos de reserva que não passasse pela oferta internacional de uma divisa nacional, mas o poder de um país hegemon não costuma ser voltado à virtuosidade do sistema internacional enquanto tal — mas sim a seus interesses institucionais particulares que "fluem" através da preservação da estabilidade do sistema, e de sua abertura multilateral.

Entretanto, pode acontecer que os interesses particulares do hegemon se tornem contraditórios à estabilidade do sistema, e que ainda assim ele resista em abandonar o papel de hegemon político e monetário do sistema, ou em pagar os custos e contrapartidas associados ao privilégio de ser hegemon — isto é, ele pode se tornar "malignamente negligente" em relação aos requisitos de estabilidade sistêmica vis-à-vis a preservação de sua liberdade de ações. Enquanto as políticas monetárias expansivas, os déficits orçamentários e os gastos militares americanos no



exterior foram condizentes à estabilidade cambial do sistema e ainda por cima a garantiam sem custos recessivos pronunciados, não houve conflitos entre os interesses do hegemon, a estabilidade cambial do sistema e as várias institucionalidades nacionais anti-deflacionárias. Quando, porém, as políticas americanas precisariam manter uma escassez relativa do dólar para defender a estabilidade monetária da moeda-reserva, trazendo custos recessivos para o sistema e restringendo a liberdade americana de expansão de gastos, os interesses do hegemon em não restringir sua autonomia se tornaram contraditórios à estabilidade do sistema cambial. Em breve, a preservação da convivência cambial multilateral se tornaria contraditória às institucionalidades nacionais anti-deflacionárias — e a instabilidade monetária internacional acabaria restringindo os graus de autonomia doméstica das políticas monetárias e orçamentárias.

A contradição da posição hegemônica americana no sistema monetário internacional estava em que ela provavelmente só seria politicamente aceita se não implicasse em uma escassez do ativo internacional de reserva — já que a escassez de dólares diminuiria graus de liberdade para a regulação anti-deflacionária dos capitalismos nacionais, principalmente nos períodos de crise. Logo, o interesse americano de re-institucionalizar multilateralmente as transações econômicas do bloco ocidental exigiria meios de transferir seus superávits para os países deficitários do sistema. A resistência do Departamento de Estado americano às propostas feitas durante as conferências de Bretton Woods, e mesmo diante dos limitados resultados institucionais do acordo final, provavelmente não estava direcionado ao fato de que os USA deveriam encontrar meios de "reciclagem" de seus superávits para lubrificar as transações internacionais. Afinal, se os USA não permitissem que isso fosse feito, não haveria mais liquidez internacional para comprar as exportações americanas e espantar os fantasmas de retorno da estagnação no pós-guerra. A resistência americana estava direcionada à forma como tal reciclagem seria feita — se o financiamento aos deficitários fosse realizado por uma instituição central de caráter multilateral, o Estado americano perderia grande parte do poder político e econômico que o controle de escassos ativos internacionais de reserva lhe conferiria, no pós-guerra.

Por um lado, se a reciclagem de tais superavitários fosse realizada pelo sistema financeiro de Nova Iorque, o papel financeiro hegemônico da City de Londres no

pré-I Guerra seria finalmente substituído, sem competição visível, por uma praça financeira americana — com todas as vantagens que um superávit cambial trazido por serviços financeiros traria sobre a capacidade americana de importação de bens e de execução de uma política internacional de gastos político-militares. Por isso, é natural que o governo americano tenha incentivado, durante a década de 50, o retorno da conversibilidade das moedas européias também para transações de capital, mesmo que limitada, inicialmente.

Por outro lado, se a reciclagem dos superávits americanos fosse em parte executada através de uma política internacional de gastos político-militares, aumentaria muito a influência e a hegemonia política americana em torno ao bloco ocidental. Logo, a ironia da resistência americana às grandes exigências de aporte de recursos americanos às instituições propostas por Keynes e White estava em que os USA acabariam tendo que reciclar seus superávits de algum modo, se quisessem exercer hegemonia política sobre o bloco ocidental e garantir uma relativa abertura comercial do sistema, para incentivar suas indústrias exportadoras. E o problema de tal forma de reciclagem dos superávits americanos é que quando eles diminuíssem, diminuiria a autonomia cambial das políticas monetárias, orçamentárias e militares americanas. Isto é, o sistema monetário internacional ancorado em um padrão ouro-dólar estaria fadado à instabilidade, se o hegemon resistisse em defender a escassez internacional de sua moeda, por motivos vários, ou se os custos recessivos domésticos dessa defesa aumentassem muito — à medida em que minguassem os superávits americanos estruturais em conta corrente.

#### IV. III - *Desenvolvimento Desigual e a Crise Estrutural da Hegemonia Monetária Americana*

A possibilidade dos bancos americanos executarem a reciclagem dos superávits americanos foi bastante limitada pelo fato de que a conversibilidade das principais moedas européias só foi declarada de jure em 1958. Por outro lado, desde 1957 alguns bancos ingleses passaram a emprestar em dólar ao invés de transferi-los até suas filiais nos USA: nascia o euro-mercado financeiro<sup>152</sup>. Diante da crise da libra esterlina provocada pelos gastos militares com a defesa do Canal de Suez, o governo tory impôs restrições temporárias ao livre financiamento, em libras, do comércio internacional, pelos bancos da City — os bancos responderam usando dólares para os créditos a curto prazo. Assim, o objetivo americano de ter uma praça financeira doméstica como centro do sistema financeiro internacional foi frustrado pela eficaz competição de bancos operando em praças offshore, e com o novo fôlego dado à City de Londres. A um só tempo, o mercado de euro-dólares, associado ao retorno de jure (mas com certos controles) da conversibilidade privada de capitais, em 1958, viria integrar os mercados monetários internacionais, dar uma sobre-vida de alguns anos ao dólar como centro de um sistema de câmbio fixo e, ao mesmo, acirrar posteriormente a virulência da crise do sistema monetário internacional. A partir de 1964, principalmente, os próprios bancos americanos, ao invés de exportarem capitais desde os USA, foram exportados para praças financeiras offshore.

Se a demora de retorno à conversibilidade-ouro das demais divisas, e a resistência americana em tomar qualquer atitude regulatória para impedir a operação de bancos offshore, selou temporariamente o interesse de ver uma praça americana como centro financeiro internacional, por outro lado os governos americanos tiveram uma grande dádiva ao seu poder político e monetário. Afinal, a reciclagem governamental (em parte) dos superávits americanos em conta corrente de bens e serviços ampliava a dependência financeira européia e a liberdade de gastos externos das milícias americanas. Entretanto, pode-se afirmar que o próprio surgimento do Euro-mercado teve um efeito temporário de retardar a crise do padrão-ouro/dólar (não é a toa que sucessivos governos americanos pouco fizeram para restringi-lo).

---

<sup>152</sup> Ver Strange (1976), pp. 60-61.

De um lado, tal mercado aumentou a demanda privada por dólares, de maneira que firmas de outros países que recebessem dólares nem seriam incentivadas a trocar seus excedentes dolarizados por ouro, nem de os trocar por suas moedas nacionais — afinal, mesmo depósitos a curto prazo em dólar, em mercados desregulados, ofereciam boas remunerações. Por outro lado, os bancos centrais dos demais países também eram incentivados a reter seus saldos excedentes em dólares, ao invés de demandar conversibilidade imediata por ouro, junto ao FED. Sem perceber que tal prática aumentava o poder privado dos especuladores contra suas próprias reservas ativas, diversos bancos centrais passaram a depositá-las "lucrativamente" junto ao Euro-mercado. Abandonaram tal prática apenas em 1970-1, quando saldaram seus depósitos junto aos bancos assim que perceberam que uma leve contração da oferta de crédito nos USA (em 68-69) os fizera perder grande volume de reservas, em função das arbitragens especulativas<sup>153</sup>. Isto é, se o incentivo a uma demanda extra por dólares representada pelo Euro-mercado havia retardado temporariamente a crise das reservas de ouro americanas, os próprios mecanismos internacionais do mercado privado de crédito acabaram tornando as crises especulativas finais praticamente descontroladas. Com efeito, a renascente integração internacional dos mercados de crédito, como previam Keynes e White, viria instabilizar profundamente o sistema monetário internacional — agora, aumentando significativamente o volume de reservas necessário a defender a paridade de uma moeda e magnificando os desequilíbrios de transações correntes de bens e serviços, estes que seriam mais manejáveis com financiamentos compensatórios, e menos voláteis.

E tais mercados financeiros internacionalizados cresceram, antes da década de 70, principalmente em razão dos déficits americanos no balanço de pagamentos. Na verdade, o crescimento acelerado de tais mercados pode ser tomado como uma nova "forma de manifestação" da crise cambial da moeda-reserva<sup>154</sup>. Com efeito, desde 1960 o dólar não seria mais conversível de facto em ouro<sup>155</sup>, se os demais bancos centrais passassem a exigir a conversibilidade de suas reservas dolarizadas por ouro.

---

<sup>153</sup> Ver Kilsztajn (1989), p. 93, e Strange (1976), pp. 192-193.

<sup>154</sup> Isso é especificamente sublinhado por Kilsztajn (1989), p. 92.

<sup>155</sup> *idem*, pp. 91-92.

Sendo assim, o Euro-mercado não apenas era alimentado pelos déficits americanos, como era um incentivo para que os portadores oficiais e privados de dólares tolerassem, por mais tempo, sucessivos déficits externos americanos, retardando a "manifestação explícita" da crise do dólar. Essa nova "forma de manifestação" da inconversibilidade de facto do dólar em relação ao ouro também foi alimentada por diversas medidas políticas tomadas para reduzir compensatoriamente os déficits americanos<sup>156</sup>. Ora, o "Imposto de Equiparação de Lucros" de 1964, o "Programa de Restrição Voluntária de Créditos Externos", de 1965, e os controles compulsórios sobre as exportações de capitais, de 1968, forçaram bancos americanos a criar filiais offshore, e incentivaram as empresas multinacionais de origem americana a reter depósitos e linhas de crédito junto ao Euro-mercado. O intuito de não limitar a expansão das "multinacionais" de origem americana no exterior talvez tenha sido outro motivo que levou os governos americanos a não buscar limitar regulatoriamente o desenvolvimento de mercados financeiros offshore<sup>157</sup>. Por outro lado, várias outras políticas unilaterais e cooperativas foram tomadas até o final da década de 60, para tentar defender o declínio do dólar<sup>158</sup>. Elas não se mostraram capazes de deter, a longo prazo, a crise do dólar, talvez porque os motivos de tal crise tenham sido mais estruturais e "profundos" do que pareciam supor as tentativas de "coordenação" de políticas remediadoras e paliativas da crise, na década de 60.

Acontece que um sistema internacional com taxas de câmbio fixas precisaria garantir, para a estabilidade das taxas de câmbio negociadas, que não houvesse um desenvolvimento econômico desigual entre os espaços econômicos nacionais. Se houvesse um desenvolvimento diferencial das capacidades produtivas e comerciais

---

<sup>156</sup> Ver, por exemplo, Griffith-Jones e Sunkel (1986), pp. 89-90, e Strange (1976), cap. 6, para uma descrição dos efeitos de tais medidas.

<sup>157</sup> Essa é uma das hipóteses principais de Helleiner (1994 a) e (1994 b).

<sup>158</sup> O rol é extenso, e demonstra que as regras de operação do sistema internacional foram sendo alteradas significativamente antes da crise de 1971, mas não essencialmente: além das já citadas, aumento das cotas do FMI em 1958; operação Twist nos USA em 60, para permitir elevação dos juros pagos por depósitos a curto prazo sem afetar os juros de crédito a longo prazo; também em 60, emissão dos bônus ROOSA para incentivar bancos centrais a reter dólares excedentes; em 1961, proibição de conversibilidade ou estocagem de ouro por cidadãos ou firmas americanas, acordos cooperativos de swaps entre bancos centrais (Basileia), e criação do Gold Pool; em 1962, revogação da Regulação Q, de 1933, que restringia remuneração de depósitos em conta corrente nos USA; e aumento dos recursos à disposição do FMI e dos BC's, com o General Arrangements to Borrow etc. Para uma boa descrição, Bloch (1977), cap. 7, e Strange(1976), caps. 2-4, 7-9. Na década de 70, a atitude "paliativa" americana, para os americanos, foi a "negligência benigna".

características de cada espaço econômico regido por uma certa soberania monetária, a estabilidade do sistema de câmbio fixos seria ameaçada. Havendo mudança mais ou menos significativa na divisão internacional do trabalho, a estabilidade da relação cambial entre as diferentes moedas políticas nacionais seria ameaçada. Pois o desenvolvimento desigual e a resultante alteração da divisão internacional do trabalho, faria com que surgissem "desajustes fundamentais" entre as paridades cambiais estabelecidas e as mudanças nos saldos de transações internacionais, mudanças estas trazidas pela nova divisão do trabalho. Assim, o "desenvolvimento desigual" teria o efeito de mudar a escassez relativa das diversas moedas no sistema internacional, afetando a estabilidade das paridades cambiais. Esse efeito do desenvolvimento desigual não seria tão instável, entretanto, se não fosse magnificado pela transações especulativas internacionais. Se os mercados de crédito não estivessem abertos à mobilidade internacional de capitais, os déficits comerciais poderiam ser manejados, a médio prazo, sem grande pressão sobre as reservas cambiais. Mas a possibilidade de alavancagem financeira internacional de posições especulativas nos mercados de câmbio aumentava a pressão sobre as reservas oficiais, e magnificava a instabilidade gerada por eventuais déficits de transações de bens e serviços.

O sistema monetário internacional ancorado na paridade estabelecida ouro-dólar (a taxa US\$ 35/ouro-dólar vinha desde a década de 30), em particular, fundamentava-se estruturadamente na dominância produtiva americana no imediato pós-guerra. Tal sistema ancorava-se também em uma restrição fundamental à criação internacional de liquidez — restrição típica dos padrões monetários ouro/divisa-chave. Havendo significativa supremacia produtiva americana, a divisa-chave do sistema seria escassa — limitando recessivamente a expansão da liquidez internacional e a autonomia das soberanias monetárias nacionais. A diminuição da escassez relativa do dólar poderia até ser compatível com a supremacia produtiva americana — afinal, a reciclagem dos superávits comerciais americanos poderia ser realizada com a exportação de capitais privados e transferências governamentais diversas. Entretanto, a condição para que a escassez relativa do dólar se mantivesse em condições de garantir a estabilidade da moeda americana sem implicar em acumulação recessiva de reservas internacionais pelos USA, isto é, sem que a oferta internacional de dólares fosse muito excessiva nem

muito limitada, seria que a saída de capitais americana nem excedesse nem ficasse abaixo, ao longo do tempo, do superávit em transações correntes gerado (descontadas as transferências governamentais), pela supremacia produtiva e financeira americana.

A escassez relativa do dólar, entretanto, também não poderia ser garantida, ao longo do tempo, se os USA não tivessem a supremacia produtiva e financeira do sistema. Em tal caso, essa diminuição da escassez do dólar poderia ser retardada se houvesse uma diminuição gradual mas contínua da saída de capitais ou transferências governamentais desde os USA. Com efeito, se o sistema cambial ancorado no dólar fosse gradualmente perdendo o fundamento estrutural em que se baseava, isto é, a dominância produtiva e financeira americana, a saída de capitais e/ou as transferências governamentais deveriam ser disciplinadas a não explorarem o "curso forçado" do dólar no sistema internacional. Sendo assim, pode-se deduzir que a razão estrutural para a crise do dólar foi o gradual declínio da supremacia econômica americana, sem que a saída de dólares por outras vias fosse suficientemente controlada — por assim dizer, o descontrole dos gastos externos americanos evitou uma tendência recessiva sistêmica associada a um padrão ouro/divisa-chave, mas às custas da estabilidade monetária internacional.

Com efeito, genericamente, a tendência das políticas orçamentárias e monetárias até 1979 foi priorizar a expansão da liquidez nacional e internacional à defesa cambial do dólar, subordinando a estabilidade monetária internacional às institucionalidades anti-deflacionárias domésticas oriundas dos anos 30, e não o contrário. Quando, porém, a política monetária voltou-se a partir de 1979 a defender abertamente a escassez internacional do dólar, a reversão de todo um padrão de regulação monetária americana fez sentir, internacionalmente, toda a tendência sistemicamente recessiva de um padrão monetário internacional ancorado em uma moeda-chave nacional — cuja estabilidade depende da escassez da liquidez internacional a ela associada. Não é a toa que o período posterior 1979 viu a acentuação da crise global das institucionalidades regulatórias anti-deflacionárias vindas da década de 30 — as instituições monetárias internacionais não haviam sido reformadas suficientemente para possibilitar, a longo prazo, as autonomias regulatórias nacionais que tais institucionalidades exigiam.

O efeito do lento declínio da supremacia econômica americana sobre a

estabilidade do dólar foi agravado porque a supremacia produtiva americana havia sido capaz de financiar a supremacia estratégico-militar americana, mas não uma longa supremacia financeira. Com efeito, a reciclagem dos primeiros superávits comerciais americanos foi realizada por transferências governamentais e, depois, principalmente por investimentos diretos externos, dentre as saídas de capital privado. A hegemonia internacional de uma praça financeira americana fôra limitada pelo lento retorno à conversibilidade das principais moedas européias e pela vitória competitiva dos bancos do Euro-mercado sobre os bancos nova-iorquinos<sup>159</sup>. E depois das limitações à saída de capitais desde os USA, os próprios bancos americanos foram exportados para o Euro-mercado, enquanto as corporações americanas no exterior foram incentivadas a fazer depósitos e abrir linhas de crédito em bancos offshore.

Porém, o problema de uma forma de reciclagem de superávits que passe por gastos governamentais é que ela não gera fluxos de renda futuros por si própria — apesar de incentivar a demanda por bens de exportação americanos. Quanto à reciclagem de superávits feita por investimentos diretos, eles geram fluxos de renda futuros para o balanço de transações correntes de bens e serviços, produtivos e financeiros (apesar do incentivo à não-repatriação de lucros gerado pela necessidade de acumulação interna e pelos depósitos offshore). Entretanto, os investimentos diretos também ajudam a transformar a divisão internacional do trabalho sobre a qual se assenta a estabilidade de taxas de câmbio negociadas. Uma hegemonia financeira poderia até fazer isso também, mas não mudaria a divisão internacional do trabalho tão diretamente.

Com efeito, à medida em que a reciclagem de superávits correntes fosse realizada com investimentos diretos, as mudanças na divisão internacional do trabalho trazidas por tais investimentos viriam elas mesmas a enfraquecer o superávit de transações correntes que vinham sendo por eles reciclados — afetando o superávit comercial americano. O investimento direto reforçaria as mudanças na divisão internacional do trabalho trazidas pela reconstrução produtiva do dinâmico capitalismo europeu do pós-guerra. Além do mais, a decisão de investimento direto apresenta uma dinâmica própria, "auto-regulada", podendo não se limitar espontaneamente aos valores correntes do superávit em transações correntes. Foi

---

<sup>159</sup> A respeito, ver Strange (1976), pp. 60-61 e 180-181.



precisamente isso que aconteceu: enquanto os investimentos diretos ajudaram a piorar o superávit comercial americano, eles também passaram gradualmente a fazer com que a saída americana de capitais excedesse os limites de um superávit de transações correntes declinante (pela diminuição do superávit comercial e pelo aumento dos gastos governamentais, principalmente). Pois os retornos de rendas de investimentos passados não eram capazes de compensar sozinhos a tendência de queda do superávit de transações correntes e o aumento da saída de capitais — não é a toa que a partir de 1964 buscou-se controlar a saída espontânea de capitais desde os USA.

Essa saída espontânea de capitais americanos através de investimentos diretos provavelmente teve motivos internos e externos, e seus efeitos também foram domésticos e internacionais. Internamente, o incentivo para investimentos em outros espaços econômicos reflete uma comparação entre o ritmo esperado dos mercados alheios vis-à-vis o dos mercados internos aos USA. Por outro lado, a própria decisão de fazer investimentos externos diminui o potencial interno de crescimento, enquanto expande o ritmo de crescimento dos mercados alheios — reforçando aquilo que de início incentivara ao investimento direto externo. O motivo externo para o investimento direto americano era principalmente o fato de que não era fácil atender aos mercados europeus a partir de uma base americana de exportações — a proteção de um mercado pan-europeu privilegiava os insiders aos outsiders.

Mas um dos efeitos externos do investimento direto americano, como já observado, foi precisamente o de reduzir o crescimento potencial das exportações americanas até à Europa, diminuindo os mercados prospectivos para bases americanas de exportação e o dinamismo da balança americana de comércio. E um dos efeitos domésticos da decisão de investir externamente foi o de reduzir o ritmo potencial de crescimento da renda interna, além de alienar recursos que, aplicados domesticamente, poderiam melhorar a produtividade da produção industrial americana e a competitividade de suas exportações. Talvez esse seja um dos motivos pelo qual o ritmo de crescimento da produtividade manufatureira americana (um dos melhores indicadores para a competitividade das exportações) tenha sido o menor dentre os seis mais desenvolvidos países capitalistas, na segunda metade da

década de 60<sup>160</sup>; e como se sabe, menores taxas de crescimento dos mercados internos também implicam em menores taxas de renovação de equipamentos e plantas de produção, afetando o ritmo comparativo de crescimento da produtividade<sup>161</sup>. Isso reforçava a tendência de "desenvolvimento desigual".

Por outro lado, a decisão de investir externamente vis-à-vis internamente traz um outro efeito indireto sobre a competitividade das exportações. Como implica em um menor ritmo de crescimento da renda interna, faz com o objetivo regulatório de alcançar o pleno emprego interno precise contar com um crescimento dos gastos governamentais como parcela da renda agregada, como forma de compensar menores taxas de investimento privado e uma propensão a consumir estável ou declinante (à medida em que a criação de novos mercados consumidores fôr perdendo fôlego, como acontecia na década de 60 nos USA). Ora, como isso implica gradualmente em uma expansão anterior da demanda em relação à expansão da capacidade produtiva (pois o investimento privado vai deixando de puxar a expansão dos mercados e de crescer adiante deles), talvez isso ajude a explicar, como fez V. Chick<sup>162</sup>, porque, de 1965 a 1979 (com a exceção de 1972 e 1975) os diferenciais de inflação tendiam a desfavorecer os USA e a Inglaterra vis-à-vis a Alemanha, por exemplo, que experimentou o primeiro déficit orçamentário do pós-guerra apenas em 1967-68<sup>163</sup>. E diferenciais de inflação também acabam prejudicando a competitividade dos bens a exportar e a estabilidade das paridades cambiais, reforçando o efeito do desenvolvimento desigual. Além disso, é provável que o dinamismo dos gastos públicos associados ao "complexo militar-industrial" tenha compensado domesticamente o declínio relativo do investimento privado agregado — mas ao preço de alienar recursos financeiros, científicos, tecnológicos e de engenharia que poderiam melhorar a produtividade da produção industrial civil americana, se fossem aplicados direta e seletivamente em setores industriais dinâmicos<sup>164</sup>. E como se não bastasse, é óbvio que se o gasto público vai

---

<sup>160</sup> Ver dados em Glyn et alli (1990), pp. 99-100 e Parboni (1980), pp. 92-93.

<sup>161</sup> Ver Fajnzylber (1983), cap. 1.

<sup>162</sup> Ver Chick (1977), para o argumento e evidência empírica; e também Parboni (1980), p. 78.

<sup>163</sup> Ver Glyn et alli. (1990), p. 101.

<sup>164</sup> O argumento é utilizado recorrentemente por Block (1977).

compensando a perda de dinamismo dos investimentos privados, o efeito não é só sobre o aumento dos diferenciais de inflação, como provavelmente também sobre o aumento da parcela de crescimento da demanda atendida por importações e não por um aumento da produção interna. Além de gerar um ritmo menor de crescimento da produtividade, provavelmente esse crescente lag do investimento privado vis-à-vis o crescimento dos mercados domésticos tenha influenciado no fato de que "as importações (americanas), de 3% do PIB no pós-guerra, alcançaram 4% em 1968 e 8% do PIB em 1977."<sup>165</sup>

Assim, o desenvolvimento desigual dos espaços econômicos regidos por diferentes soberanias monetárias, mas integradas monetariamente por um sistema de taxas fixas de câmbio (apesar das frequentes alterações de paridades), acabou minando os fundamentos estruturais da fortaleza cambial do dólar. A integração dos mercados internacionais de crédito, por outro lado, tinha o efeito de magnificar desequilíbrios em transações correntes, principalmente quando a política monetária privilegiava a expansão do crédito interno em relação à defesa do câmbio — como, grosso modo, foi a tendência geral nos USA até 1979. Por assim dizer, os efeitos de um desenvolvimento produtivo e financeiro de um capitalismo não-planejado e anárquico não couberam dentro dos limites da ordem monetária do pós-guerra. O desenvolvimento internacionalmente anárquico e diferencial do capitalismo não apenas solapou as bases estruturais da ordem monetária ancorada na conversibilidade-ouro do dólar. As forças desreguladas do capitalismo também acabariam solapando vários graus de autonomia das soberanias regulatórias nacionais, levando à crise do arcabouço regulatório anti-deflacionário criado em vários países a partir da década de 30<sup>166</sup>.

---

<sup>165</sup> Ver Kiilsztajn (1989), p. 95.

<sup>166</sup> Para o quê se seguirá a respeito, ver principalmente Strange (1976), cap. 2 e 6, Bloch (1977a) e (1979), Parboni (1980) e (1986), Conceição Tavares e Belluzzo (1984), Conceição Tavares (1985) e (1992), Gilpin (1987), cap. 4 e 8-10, Destler & Randall Hering (1989), Coutinho (1992), Miranda (1992), Overbeek e Pijl (1993), Gill (1993) e (1994), Cox (1994), Helleiner (1994 a) e (1994 b), e Webb (1994).

#### IV. IV - A Evolução Cronológica da Crise do Dólar

Até 1979, a crise longa do dólar se processou cronologicamente como se segue, grosso modo<sup>167</sup>. Em 1947, quando foi iniciado o Plano Marshall, o superávit americano de transações correntes de bens e serviços era de US\$ 11,6 bilhões, aproximadamente igual a todo o volume de reservas em ouro e dólares do resto do mundo (US\$ 12,2 bilhões)<sup>168</sup>. De 1950 a 1958, entretanto, os gastos externos governamentais haviam aumentado de US\$ 2,1 bilhões para US\$ 4 bilhões, enquanto a saída de capitais de empréstimo, aproveitando a conversibilidade européia, passara de US\$ 500 milhões, em 1950, e US\$ 850 milhões, em 1957, a US\$ 1,5 bilhões em 1958 — e os saldos superavitários da balança comercial e da balança de inversões diretas (incluindo os rendimentos de investimentos passados) não os compensavam. De 1958 a 1960, as reservas de ouro americanas foram reduzidas em 20%. Em 1961, foi fechada a janela de conversibilidade-ouro para cidadãos e firmas de origem americana; a criação do Gold Pool garantiu que os USA precisariam converter de suas próprias reservas apenas 50% dos pedidos de conversão (o resto era bancado pelo Pool), enquanto que a oferta de títulos Roosa, junto com pedidos de cooperação, visaria a diminuir pedidos de conversibilidade oficial de dólares. Os swaps cooperativos visavam à intervenção conjunta dos principais bancos centrais para a defesa das paridades, enquanto os General Agreements to Borrow visavam também aumentar a capacidade multilateral de defesa das paridades — os efeitos da mobilidade de capitais privados já se faziam sentir.

As reservas americanas de ouro viriam a cair mais 30% de 1960 a 1967. A partir de 1964, os governos americanos começaram a tomar as medidas unilaterais de controle da saída de capitais, visando conter o déficit. O gradual aumento no superávit da balança de inversões diretas, e o início do superávit (em 1968) da balança de empréstimos ao longo prazo, entretanto, não conseguiram compensar o aumento dos gastos militares a partir de 1964, e a gradual perda do superávit comercial a partir de 1966 (principalmente na conta de bens duráveis e automóveis). Em 1967, a saída da França do Gold Pool e a desvalorização da libra esterlina

<sup>167</sup> Ver Strange (1976), Bloch (1977), Parboni (1980) e (1986) e Kilsztajn (1989). O capítulo VI de Bloch (1977) fornece uma detalhada evolução das contas do BP americano, assim como quadros em Strange (1976), p. 83.

<sup>168</sup> Ver Kilsztajn (1989), p.89.

dificultaram ainda mais a defesa americana de suas reservas em ouro.

O início da ofensiva Tet no Vietnã, por outro lado, tornava menos provável que o governo americano viesse a limitar sua política estratégico-militar externa em razão da defesa da regra fixa de câmbio; em março de 1968, então, o governo americano renunciou a uma obrigação fundamental do Acordo de Bretton Woods, privilegiado sua liberdade monetária internacional à defesa de uma cláusula essencial a um padrão ouro/divisa-chave. Além de aumentar a liberdade americana de expansão de liquidez internacional, o fim da conversibilidade-ouro do dólar, para agentes privados, mudou a forma de especulação financeira contra o dólar. Como os especuladores não podiam mais pressionar as reservas metálicas americanas, passaram a abarrotar de dólares os países superavitários, principalmente a Alemanha. Em 1968-9, houve uma política monetária ligeiramente contracionista nos USA, demonstrando cabalmente a interdependência de políticas monetárias trazidas pelo rápido crescimento dos mercados internacionais de crédito, durante a década de 60. O fluxo de capitais a curto prazo para os USA, entretanto, levou bancos centrais europeus a desativarem depósitos junto ao Euro-mercado, em 1970. Ao mesmo tempo, em contextos já inflacionários, o FED possibilitou que a oferta monetária americana se expandisse a taxas superiores a 10% a. a. durante 4 anos consecutivos (1970-73), enquanto os déficits orçamentários também foram pronunciados — malignamente negligente, o governo americano permitiu a transmissão dos efeitos especulativos gerados por suas políticas aos demais países do sistema, forçando uma mudança nas paridades cambiais.

Em agosto de 1971, o governo americano renunciou à outra obrigação essencial do sistema monetário de Bretton Woods — deixou de garantir também a conversibilidade-ouro do dólar para bancos centrais, igualmente. Desse modo, abertamente se declarava o "curso forçado" do dólar no sistema internacional — não havia mais limitação metálica à expansão oficial da liquidez internacional; como já não havia mesmo tal restrição metálica à expansão privada da liquidez internacional, o sistema transitou a um padrão de moedas políticas ancoradas no dólar, sem que, entretanto, houvesse regulação monetária internacional da atividade de expansão creditícia dos bancos offshore: o mercado financeiro internacional nascera e crescera "auto-regulado".

Em dezembro de 1971, foram negociadas novas taxas fixas de câmbio no Acordo

do Smithsonian Institute, em que o dólar se desvalorizou em média 10% em relação às demais moedas dos países desenvolvidos; apesar do compromisso de defesa das novas paridades fixadas no acordo, o abandono do padrão metálico já havia acabado com a restrição monetária característica de Bretton Woods. Em tais condições, a política monetária americana, irrestrita, continuou alimentando a especulação internacional sobre commodities e sobre as moedas dos países superavitários. A libra esterlina passou a "flutuar" em 1972, para supostamente "liberar" as políticas regulatórias domésticas da necessidade de defender o câmbio. A especulação contra as paridades estabelecidas em 1971 obrigou a uma nova desvalorização do dólar ao final do inverno (setentrional) de 1973, mas em março o governo alemão abandonou o compromisso de defender a taxa cambial do marco em relação ao dólar — tarefa na qual não era ajudado pela negligência americana.

O surgimento de taxas de câmbio flutuantes levou às últimas conseqüências o abandono da restrição metálica executado em 1971: já não havia agora regra monetária capaz de conciliar as autonomias monetárias nacionais com a estabilidade do convívio cambial internacional. Ou melhor, já não havia regra definida que limitasse as soberanias monetárias nacionais em função da preservação da estabilidade monetária internacional, nem uma institucionalidade regulatória internacional que protegesse a autonomia regulatória nacional das vicissitudes monetárias internacionais. Desse modo, políticas americanas que priorizassem objetivos unilaterais em relação à estabilidade monetária internacional, por exemplo, geravam variações abruptas na disponibilidade de ativos internacionais de reserva — sem que houvesse meios de proteção das autonomias regulatórias nacionais diante dessas variações na liquidez internacional. Em 1974, o governo americano eliminou as restrições à mobilidade internacional de capitais americanos — liberado que estava da defesa do dólar, permitiu que capitais privados usassem praças financeiras americanas como base de operações internacionais. Com isso, as taxas de juros entre o mercado americano e o internacional tendiam à equalizar-se (descontados os riscos cambiais) — em função das arbitragens de fundos<sup>169</sup>.

A ausência de regras institucionalizadas de coordenação cambial das políticas monetárias nacionais abriu espaços para uma maior instabilidade cambial do sistema, enquanto a integração dos mercados monetários não só garantiu que as

---

<sup>169</sup> Ver Pádua Lima (1985), p. 204.

políticas monetárias nacionais dos países mais influentes do sistema passariam a afetar-se mutuamente e ao sistema como um todo — através da variação na disponibilidade internacional de liquidez —, como passou a exigir uma coordenação mais contingente, não-institucionalizada, de políticas regulatórias nacionais. Com efeito, o padrão de coordenação da década de 60 se tornara absolutamente insuficiente, isoladamente — agora não se tratava de garantir apenas intervenções conjuntas nos mercados de câmbio: o volume de liquidez privada e a flutuação das taxas de câmbio exigiria crescentemente coordenação entre as políticas monetárias e orçamentárias nacionais, se se buscasse prevenir instabilidades em demasia nos mercados de câmbio. O problema estaria na assimetria da coordenação — pesos-pesados do sistema poderiam exigir uma grande cooperação alheia para que se cuidasse coordenadamente de seus próprios problemas cambiais. Países cujos problemas cambiais não tivessem a capacidade de causar instabilidades para o sistema como um todo, por outro lado, não poderiam esperar tanta suscetibilidade alheia para seus problemas — seria de se esperar que arcassem com os custos de seus ajustes, se possível com toda a disciplina "deflacionária" que conseguissem mobilizar: como a década de 80 mostraria.

Ironicamente, o primeiro choque do petróleo aumentou a autonomia monetária americana vis-à-vis as políticas monetárias alemã e japonesa, por exemplo. Como a economia americana sofreu uma restrição externa menor que a sofrida pelas economias alemã e japonesa, o movimento especulativo privado internacional não ameaçou tanto o dólar vis-à-vis o marco e o ien, pelo menos até o início de 1977. Com efeito, é verdade que na década de 70 o dólar se desvalorizou 50% em relação ao marco e quase 50% em relação ao ien; no entanto, o movimento não foi uniforme ao longo da década: a tendência de declínio do valor do dólar apresentou avanços e recuos, sem reverter a crise longa da divisa-chave, entretanto<sup>170</sup>.

Depois da desvalorização até o final de 1973, o dólar aproximadamente se estabilizou até meados de 77 em relação ao marco, e se recuperou levemente em relação ao ien (e até mais em relação a outras moedas); isso aconteceu apesar da política monetária americana ser mais expansiva que a alemã, por exemplo — a balança comercial americana melhorou comparativamente. A partir do verão

<sup>170</sup> Ver Parboni (1980), pp. 16-17 e 125-132, e Miranda (1992), cap. 4.

(setentrional) de 1977, o governo Carter inaugurou a "open-mouth policy", em que se esbravejava aos mercados especulativos internacionais a "ingratidão" que tinham em relação aos USA — por deixarem o valor do dólar tão estável, por tanto tempo. A desvalorização até novembro de 1978 foi de 20% em relação ao marco e ao ien; apesar do final de 1978 inaugurar o final de tal política arriscada, o dólar só voltou a ganhar terreno em relação ao marco em meados de 1980 — recuperou-se antes em relação ao ien, entretanto. Os anos de 77 e 78 presenciaram uma piora sensível das contas americanas em transações correntes de bens e serviços, em geral, e uma piora ainda maior da balança comercial; os anos de 1979 e 1980, entretanto, viram uma reversão brutal do saldo superavitário em transações correntes da Alemanha e do Japão. O 2º choque do Petróleo e a reversão de todo um padrão de política monetária americana do pós-guerra tiveram grandes efeitos sobre a instabilidade cambial do sistema.



*IV. V - A Revolta Financeira contra as Políticas Econômicas Americanas*

A conjuntura de crise do dólar no final da década de 70 foi capaz de ilustrar a contradição existente entre um sistema de liquidez internacional ancorado em divisas nacionais vis-à-vis políticas de regulação econômica doméstica orientadas ao pleno emprego. O período mostrou que as institucionalidades regulatórias domésticas fortalecidas a partir dos anos 30, não eram devidamente protegidas de restrições externas às suas autonomias. Por assim dizer, elas não herdaram no pós-guerra um sistema monetário internacional à altura de seus objetivos.

Com efeito, é surpreendente que várias políticas expansionistas continuassem a ser levadas a cabo durante a década de 70, apesar da crise do sistema monetário internacional. Afinal, se as regras de Bretton Woods fossem respeitadas pelos governos americanos, seria de se esperar que políticas americanas que defendessem a escassez internacional do dólar viriam a transmitir recessões mais cedo. Mas os governos americanos resistiram à limitação trazida pela necessidade de defender o valor do dólar, a seus objetivos políticos e regulatórios domésticos e militares. No final da década de 70, entretanto, as institucionalidades anti-deflação e anti-desemprego era cada vez menos um "consenso", nos USA e alhures.

O arcabouço monetário de Bretton Woods definia certas regras necessárias à estabilidade cambial do sistema. Dado o seu arcabouço institucional, entretanto, tal estabilidade só poderia ser garantida com restrições claras às políticas econômicas nacionais. Como o próprio governo soberano da moeda-chave do sistema não aceitou tais restrições, o essencial do arcabouço monetário de Bretton Woods — taxas de câmbio fixas e conversibilidade-ouro da moeda-chave — foi desestruturado. Seria mais fácil defender tal sistema de regras se não houvesse mobilidade de capitais, como o próprio Acordo de 1944 admitia e determinava. Mas o volume de liquidez privada que poderia ser mobilizado através dos mercados internacionais de crédito acabou tornando muito custosa a defesa das reservas cambiais — o sistema de taxas de câmbio flutuantes, dizia-se, liberaria as políticas nacionais da necessidade de defender as reservas oficiais e as taxas de câmbio fixas.

Foi uma amarga ilusão: depois de 1973, como não foi reestruturado o arcabouço institucional internacional, as autonomias regulatórias domésticas estavam fadadas a não caber mais dentro do tamanho das restrições externas geradas por uma

instabilidade cambial sistêmica. E mesmo internamente a seus espaços nacionais de acumulação de capital, as políticas de regulação do capitalismo mostravam uma tendência a não conseguir estimular decisões privadas de investimento. Ao contrário, o ajuste patrimonial privado tendia a realizar-se com retração de investimentos de capital, aumento de preços e juros nominais, e especulação financeira — enquanto arcabouços regulatórios voltados a reverter períodos temporários de desemprego garantiam o ajuste inflacionário privado, aumentavam os déficits orçamentários e a dívida pública. Tais políticas econômicas só não tiveram sua eficácia e autonomia ainda mais restringidas na década de 70, porque os governos americanos resistiram unilateralmente à necessidade de defender a escassez internacional do dólar.

Entretanto, os próprios governos americanos seriam limitados pelas instabilidades externas geradas por suas políticas — o governo Carter sentiria o "travo amargo" das restrições cambiais a seus objetivos políticos e regulatórios domésticos. Não tendo sido reestruturadas as instituições monetárias internacionais, as políticas domésticas estiveram realmente fadadas a limitar-se ao tamanho das restrições externas geradas por uma instabilidade cambial sistêmica. O período da open-mouth-policy do governo Carter demonstrou os limites de políticas anti-deflacionárias em contextos institucionais internacionais desfavoráveis.

Diante dos problemas cambiais gerados pelas políticas expansionistas americanas, a fuga especulativa de capitais em 77-78 forçou o governo Carter a encontrar soluções ao problema das restrições externas à breve expansão impulsionada por déficits orçamentários. A open-mouth-policy era provavelmente uma política voltada mais à diminuição da restrição externa colocada à expansão doméstica do que uma tentativa de provocar, tomada em si mesma, uma desvalorização competitiva do dólar<sup>171</sup>. Afinal, a tentativa do governo democrata de organizar uma cooperação de políticas expansionistas entre seu país, a Alemanha e o Japão, demonstra que lhe era preferível uma solução que conciliasse as políticas expansionistas internas com a estabilidade cambial da moeda — mas não da forma sugerida pelo arcabouço institucional proposto por Keynes, ainda na década de 40.

As demandas por cooperação, no entanto, exigem que os governos interpelados a cooperar concordem em ceder graus de autonomia decisória sobre suas políticas

---

<sup>171</sup> Este é um dos argumentos centrais de Block (1979).

macroeconômicas domésticas. E mesmo que limitem sua autonomia buscando um manejo coordenado das instabilidades cambiais, o sucesso da coordenação depende da confiança instável dos especuladores privados a respeito dos movimentos do câmbio. Nesse período, as respostas japonesas e, particularmente, a alemã às exigências de cooperação foi vacilante — o Bundesbank continuava buscando evitar pressões inflacionárias internas. Além do mais, o déficit comercial americano piorou bastante, enquanto os especuladores exercitaram um movimento de fuga em relação ao dólar. Aumentaram também as pressões para reformar o sistema monetário internacional, inclusive com propostas que limitavam sensivelmente o "direito" americano de senhoria internacional<sup>172</sup>.

A menos que o governo Carter resolvesse declinar do "dever" de manter o dólar como uma divisa-chave internacional e/ou de preservar a economia americana "aberta" ao sistema internacional, um limite que as políticas americanas não poderiam ultrapassar seria o de preservação de certa estabilidade cambial internacional. Assim, para manejar as restrições externas e preservar graus de soberania monetária nacional e internacionalmente, o governo precisaria ceder graus de autonomia decisória sobre suas políticas domésticas. Em tais contextos, se preservado igualmente o dogma da mobilidade internacional de capitais, a tão postergada disciplina "deflacionária" exigida para a defesa da legitimidade do dólar viria finalmente "ajustar" os objetivos regulatórios domésticos aos limites estreitos deixados pela restrição externa e pela instabilidade cambial. Isto é, as próprias políticas americanas precisariam ser subordinadas às regras internacionais de acesso aos ativos de reserva que concentravam os ônus de ajuste externo, sem cooperação institucionalizada, aos países deficitários.

Sem reforma das instituições monetárias internacionais, o preço a pagar pelo direito de integração ao sistema econômico internacional se tornou muito caro. A reversão do padrão de política monetária americana criou novas instabilidades cambiais e acentou a crise das institucionalidades domésticas anti-deflacionárias — reforçando internacionalmente os poderes de veto dos rentiers sobre as políticas governamentais. A partir de 1979, se fez sentir toda a tendência sistemicamente recessiva inerente a um padrão monetário internacional cuja legitimidade de sua moeda-chave depende de sua escassez internacional. Além do mais, não havendo

<sup>172</sup> Ver Parboni (1980), pp. 58-75, e 108-117 e Conceição Tavares (1985) p. 4-8.

institucionalidade regulatória internacional que insularize políticas monetárias nacionais do contexto internacional, a livre mobilidade de capitais garante que mudanças na disponibilidade internacional de liquidez, geradas (assimetricamente) por políticas monetárias nacionais, sejam transmitidas (assimetricamente) aos demais países do sistema — tipicamente, na forma de pressões cambiais variáveis e mudanças nos custos de acesso ao crédito internacional. Integrados (assimetricamente) os mercados monetários, não há mais insularização de arcabouços regulatórios nacionais que os permitam se salvar de restrições cambiais aos alvos monetários domésticos.

Assim, o custo de integração ao sistema internacional se tornou muito alto. Manter um certo consenso internacionalista implica em que se evite "fechar as portas" ao sistema internacional. Em contexto de instabilidade monetária internacional, o "cosmopolitismo" requer que as respostas nacionais a tais instabilidades externas não impliquem em desrespeito a um certo grau de "abertura" ao sistema internacional de transações. O preço é caro: requer que se subordine (assimetricamente) objetivos regulatórios domésticos à preservação da solvência cambial e da integração (assimétrica) do espaço econômico nacional à ordem internacional — além do mais, é um preço devidamente monitorado e cobrado pelos especuladores internacionais. Por assim dizer, as insuficiências das instituições regulatórias internacionais (em relação, por exemplo, às propostas de J. M. Keynes e H. D. White em Bretton Woods) acabaram fadando à contradição o consenso internacionalista do pós-guerra diante das autonomias regulatórias nacionais. Na década de 80, tais autonomias não caberiam mais dentro dos limites cobrados pela defesa do câmbio — e como se sabe, os especuladores internacionais forneciam os instrumentos para que a convivência "cosmopolita" internacional subordinasse, ao contrário da década de 30, objetivos regulatórios domésticos.

As tendências à recessão inerentes a tal arcabouço monetário internacional foram apenas postergadas na década de 70, em função da resistência unilateral americana em defender a escassez internacional do dólar. Por outro lado, as políticas monetárias expansionistas americanas e o superávit dos países da OPEP garantiram uma expansão imensa na disponibilidade creditícia de ativos internacionais de reserva — as operações dos mercados internacionais de crédito se expandiram como nunca.

Com efeito, como os países da OPEP pouco contavam para o volume global de importações, a reciclagem de suas receitas de exportação de petróleo não foi realizada por aumento brutal do volume internacional de importações. Assim, os países da OPEP ampliaram a disponibilidade internacional de liquidez não através de um aumento de suas importações, no caso em que seriam transmitidos fortes estímulos à economia internacional — como se subitamente fossem abertas novas fronteiras mercantis internacionais. Ao invés disso, a expansão da liquidez internacional foi realizada através do depósito de seus superávits junto aos mercados internacionais de crédito. A demanda europeia por produtos importados, por outro lado, também continuou praticamente estagnada, mesmo depois da recuperação de seus superávits, em 75-76. Firms oligopolistas européias, em processo de ajuste patrimonial e retração diante da iliquidez dos investimentos produtivos, também passaram a depositar saldos ociosos junto ao Euro-mercado<sup>173</sup>.

Desse modo, o grosso da disponibilidade internacional de liquidez, na década de 70, foi reciclado pelos mercados internacionais de crédito. As políticas expansivas americanas e o crescimento do mercado de euro-dólares permitiram que se postergasse a retração da liquidez internacional, apesar da instabilidade monetária internacional. Entretanto, isso se fez em grande parte ao largo das capacidades nacionais de regulação monetária, pois o acesso ao euro-crédito garantia que a expansão doméstica do crédito se tornasse mais endogenamente independente dos arcabouços regulatórios nacionais. Assim, a expansão da liquidez internacional baixou os custos de acesso ao crédito internacionalizado para taxas de juros reais negativas. A forma de reciclagem internacional dos ativos de reservas assemelhou o euro-mercado a uma grande "câmara internacional de compensação" de saldos superavitários e deficitários — lucrativamente, diga-se bem. No entanto, tal forma de postergação da retração internacional de liquidez foi acompanhada por uma acumulação de passivos externos reajustáveis, por parte dos elos deficitários do sistema. Certamente, não era essa a "câmara internacional de compensação" dos sonhos de Keynes.

Com tal institucionalidade, os efeitos internacionais de uma política americana de defesa da escassez internacional do dólar seriam ainda mais devastadores, em termos de custos recessivos sistêmicos (custos assimetricamente distribuídos, como é

---

<sup>173</sup> Padua Lima (1985), pp. 168-173.

óbvio). Como o mercado internacional de créditos realizou a reciclagem dos ativos internacionais de reserva, políticas americanas voltadas a limitar a oferta internacional do principal ativo de reserva do sistema, o dólar, afetariam não apenas as contas comerciais dos demais países do sistema internacional — mas também a disponibilidade internacional de créditos. Pior, as políticas americanas de defesa da escassez do dólar teriam efeitos restritivos sobre a disponibilidade internacional de créditos, precisamente quando a piora das contas comerciais mais exigiria créditos compensatórios. Se estes minguassem, os ajustes "deflacionários" dos elos deficitários e endividados do sistema seriam inevitáveis. Afinal, a defesa americana da escassez do dólar seria realizada, inicialmente, não só com a absorção de fundos creditícios pela oferta brutal de títulos de dívida pública, mas também com uma significativa retração da demanda americana por importações.

Essa foi a grande "bomba de efeito retardado" armada com a forma de postergação da retração da oferta de ativos internacionais de reserva, na década de 70. Quando não pôde mais ser postergada a disciplina "deflacionária" exigida pelos especuladores diante do declínio do dólar, a defesa feita pelo governo americano da escassez internacional de sua moeda aumentou muito os custos (assimétricos) de integração ao sistema monetário internacional. Pior para os países que acumularam débitos em dólar: como o estoque de dívidas de juros reajustáveis, pagos adiante, é uma ponte entre o passado e o futuro, a abundância de ontem se tornou a escassez de hoje.

Com efeito, à medida em que a política monetária americana seguia absorvendo dólares, o sistema financeiro privado agia segundo sua ética "disciplinadora", "pró-cíclica", à ausência de um international lender of last resort. À medida em que, pós-79, o avanço gradual da recessão internacional diminuía as receitas cambiais de comércio obtidos pelos países periféricos endividados, as condições de crédito não vieram "auto-reguladamente" compensar a perda de receitas cambiais. Ao contrário, os preços de acesso à liquidez internacional ficaram cada vez mais caros. Por outro lado, a crise das dívidas só não estourou mais cedo porque os bancos americanos foram progressivamente tomando posições dos bancos europeus nos empréstimos internacionais<sup>174</sup>. Afinal, o "guarda-chuva" do FED e a

---

<sup>174</sup> "Os bancos americanos, que detinham em 1980 cerca de 17% dos fluxos brutos de empréstimos bancários internacionais, chegaram a quase 93% do total no 1º semestre de 1982, antes da crise mexicana": Conceição Tavares (1985), p. 8.

oferta de condições mais desreguladas para a operação do sistema financeiro internacionalizado nos USA, recuperavam a posição central de Nova Iorque e Chicago como praças financeiras globais e melhoravam as condições institucionais para o financiamento da dívida pública americana<sup>175</sup>.

Depois da crise mexicana, em meados de 1982, o comportamento da "câmara internacional de compensações" privada, isto é, a fuga em pânico, demonstrou que a institucionalidade que reciclou a liquidez internacional nos anos 70 não era muito "adequada" aos interesses de estabilidade do sistema internacional. Com efeito, foi grande o "risco sistêmico" de inadimplência do sistema bancário americano e internacional. Ele só foi evitado porque o FED liderou uma exitosa operação de salvamento<sup>176</sup>, enquanto o FMI organizou um reescalonamento dos débitos, caso a caso — enquanto o "clube dos credores" formavam um cartel.

No entanto, dificilmente se pode falar da existência, em tal caso, de um verdadeiro international lender of last resort institucionalizado. Ao contrário, o comportamento do FMI diante da crise demonstrou o quanto se estava longe do "espírito" de Bretton Woods. Ora, enquanto o FED foi lender of last resort dos bancos americanos associados ao endividamento externo, ajudado por uma cooperação dos bancos centrais do G-10 (Bank of England à frente), o FMI apresentou uma maneira peculiar de cuidar da solvência do sistema financeiro internacional, através da garantia de "solvência" dos países deficitários abalados pela crise das dívidas. O FMI garantiu que o reescalonamento dos prazos de pagamento das dívidas mantivesse a relação creditícia (isto é, impediu longas moratórias), às custas de "cartas de intenção" que traziam condicionalidades para os países que precisassem dos serviços e dos recursos do fundo<sup>177</sup>.

Isto é, o FMI exigiu uma política fortemente "deflacionária" por parte dos países endividados — com o agravante de que a instabilidade cambial de suas moedas, as mudanças abruptas e inesperadas nos patamares dos juros necessários à "deflação", e a crise financeira dos Estados endividados, trouxeram consigo um questionamento interno/externo da legitimidade de suas moedas políticas. Assim, o

---

<sup>175</sup> Ver Helleiner (1994 a) e (1994 b).

<sup>176</sup> Eichengreen & Portes (1986), pp. 45-50.

<sup>177</sup> Ver Lichtensztejn e Baer (1986), pp. 123-137, Griffith-Jones e Sunkel (1985), pp. 134-141.

ajuste "deflacionário" à crise internacional não era realmente deflacionário, mas tendencialmente hiper-inflacionário, para tais países<sup>178</sup>. A assimétrica ironia da crise do sistema monetário internacional, na fase de defesa da "estabilidade" (do valor do dólar), estava em que não apenas não havia mais espaço externo para a autonomia nacional das institucionalidades anti-deflacionárias domésticas — pior que isso, a crise financeira internacional garantiu que não haveria espaço para todos no novo "consenso" anti-inflacionário. Por assim dizer, a fortaleza cambial e a redução da inflação doméstica de uns era a outra face da debilidade cambial e da hiper-inflação de outros. Provavelmente, nunca os custos de integração ao sistema monetário internacional tenham sido tão assimétricos, sem que vários elos nacionais politicamente soberanos tenham decidido romper com a (des)integração monetária a ele. Com efeito, as exigências dos especuladores internacionais e, a partir da segunda metade da década de 1980 e início da de 1990, o projeto hegemônico neoliberal, foram gradual ou abruptamente surtindo seus efeitos, praticamente sem moratórias soberanas duradouras, por parte de países periféricos endividados.

Dessa maneira, a resistência americana em aceitar o "travo amargo" da defesa da escassez internacional do dólar, aliada à ampla reciclagem privada da liquidez internacional, na década de 70, evitaram ali a tendência inerentemente recessiva de um sistema internacional ancorado em uma divisa-chave. Em tal sistema, a "eutanásia do rentier" eventualmente possibilitada por uma regulação monetária nacional autônoma, não pode ser executada com facilidade. Apenas "condições especiais", naquela década, postergaram por algum tempo a "disciplina deflacionária" do país soberano do sistema monetário de Bretton Woods — mas os especuladores internacionais não tardariam em cobrar sua parte no quinhão da "estabilização" do dólar, em troca da legitimidade que, em tais condições institucionais, só eles poderiam garantir a essa moeda política. A abundância de dólares não durou, para azar dos países que acumularam passivos externos, na crença ingênua, dada a lógica "rentista" de financiamento, de que o acesso creditício facilitado aos ativos internacionais de reserva seria prolongado indefinidamente. Na virada para a década de 80, a brutal reversão na disponibilidade de liquidez internacional os obrigou a limitar objetivos regulatórios domésticos à necessidade de arcar "austeramente" com os custos de seu ajuste externo. Sem que, entretanto, os

<sup>178</sup> Ver Conceição Tavares e Belluzzo (1984) e Belluzzo (1993).



rentiers nacionais e globais (em certa proporção, os mesmos) lhes dessem em troca a "legitimidade" de suas moedas políticas — até que suas "reformas estruturais" os transformassem, provavelmente de um modo temporário, em "mercados emergentes", na virada para a década de 90.

• V **A Revolta dos Financistas: a Política dos Objetivos Econômicos Nacionais na Era da Transnacionalização Capitalista**

*V.I - As Resistências Domésticas Americanas, as Tentativas de Coordenação e os Interesses Financeiros Transnacionalizados*

A experiência dos anos 80 demonstrou haver uma grande assimetria entre os USA e os demais países do sistema monetário, também no que tange à capacidade de exigir a cooperação alheia para solucionar coordenadamente seus problemas cambiais. Além do tamanho desproporcional da economia americana, outro fator sistêmico aumentou o poder de barganha do governo americano para liderar tais ações de coordenação. Quando as crises cambiais dos países periféricos endividados, por exemplo, deixaram de representar grandes ameaças à estabilidade do sistema financeiro internacional, o poder de barganha desses países diminuiu sensivelmente<sup>179</sup>. Provavelmente, há uma relação íntima entre a capacidade de provocar instabilidades cambiais sistêmicas e a capacidade de liderar ações de coordenação. Como os países periféricos não atuaram em conjunto nas renegociações das dívidas e perderam gradualmente a capacidade de provocar instabilidades financeiras sistêmicas, à medida em que o sistema bancário americano e internacional foi recuperando margens de segurança e o processo de securitização foi mudando o eixo das transações financeiras internacionais, menos provável seria sua capacidade de exigir mudanças na ordem monetária internacional e/ou transferir partes dos custos de seu ajuste cambial a países desenvolvidos — ao invés de arcarem com sua perversa auto-disciplina "deflacionária".

O mesmo não vale para os Estados Unidos da América, por outro lado, cuja capacidade de provocar instabilidades sistêmicas é muito maior — e cujo poder de barganha é muito maior, não apenas por causa do tamanho de sua economia, mas por causa de seu poder de estrago sistêmico, também. Com efeito, depois de passada a ameaça à solvência financeira global representada pela crise da dívida do Terceiro Mundo, o principal "risco sistêmico" à estabilidade econômica global, nas décadas de 80 e 90, passou a ser a fragilidade e instabilidade cambial do dólar.

---

<sup>179</sup> Esse ponto foi enfatizado, por exemplo, por Conceição Tavares (1985), p. 12 e 35, e Griffith-Jones e Sunkel (1986), pp. 141-143.

É óbvio que um risco de grande desvalorização do dólar já existia na década de 70. Se assim não fosse, não haveria porque o FED defender tão radicalmente a escassez internacional do dólar, a partir de 1979. O problema, entretanto, provavelmente tornou-se mais pungente em função da forma como as políticas americanas defenderam o valor do dólar.

Durante a década de 70, a economia americana continuava como uma grande credora líquida do resto do mundo. Era a perda de competitividade da economia, aliada à assincronia de seu crescimento econômico vis-à-vis os países desenvolvidos, que pioravam a situação da conta comercial americana e o valor cambial do dólar, principalmente a partir de 1977. A estratégia de defesa da "diplomacia do dólar" na década de 80, entretanto, não passou por um aprofundamento de estratégias de política industrial orientada explicitamente à competitividade, visando assim melhorar a conta comercial, mas por uma tremenda absorção de capitais internacionais, inicialmente através da oferta de títulos de dívida pública pagando altíssimos juros reais. A política recessiva também diminuiu inicialmente a demanda americana por importações, enquanto as economias alemã e japonesa sofriam mais que a americana os efeitos cambiais do 2º choque do Petróleo.

Em 1982, entretanto, a política monetária americana foi relaxada para defender a solvência dos bancos envolvidos com a crise das dívidas externas. Por outro lado, a partir de 1983 a economia voltou a crescer como resultado dos déficits orçamentários crescentes associados aos gastos militares do governo Reagan, enquanto o resto do mundo permanecia estagnado. Como o dólar havia sido altamente valorizado pela entrada de capitais de empréstimos e, a partir de 1983, pela entrada de capitais de risco que aproveitavam o ritmo diferencial de crescimento da economia americana, o efeito de um mix de política orçamentária expansiva e de política monetária-cambial que atraía fundos externos foi uma piora brutal da balança comercial americana, mas com um outro agravante crucial para a fragilidade futura do dólar. A conta capital fortemente superavitária ainda continuou valorizando o dólar algum tempo, mas ao custo de reverter a posição credora da economia americana em relação ao resto do mundo. Com efeito, em função do grande financiamento externo da dívida pública americana, da aceleração do endividamento das famílias e dos grandes influxos de investimentos japoneses e europeus na economia

americana, calcula-se que "o total de ativos de propriedade americana no resto do mundo é, desde 1986, inferior ao total de ativos sob controle estrangeiro nos EUA."<sup>180</sup>

Tal posição devedora da economia americana em relação ao resto do mundo implica em pagamento de rendas a proprietários estrangeiros de ativos (rentiers, corporações, bancos, etc.), funcionando como um dreno de dólares que piora cumulativamente a conta corrente — a menos que os investimentos diretos externos venham melhorar a balança comercial, algo que uma "globalização" produtiva que acentua muito o comércio intra-firmas não torna garantido. De 1978 a 1982, a balança comercial manteve-se em média em torno ao patamar deficitário de US\$ 30 bilhões, dobrando em 1983 e quadruplicando em 1985 (US\$ 60 e US\$ 119 bilhões, respectivamente). Enquanto a conta corrente era, entretanto, superavitária em US\$ 2 bi (em 1981) e US\$ 6 bi (1982), mas tornou-se deficitária em US\$ 116 bilhões em 1985, praticamente o mesmo valor do déficit comercial<sup>181</sup>.

O risco sistêmico trazido por esse dreno estrutural de dólares e pela dependência americana de financiamento externo da dívida pública é representado pela possibilidade de que financistas externos deixem de financiar os "déficits gêmeos" americanos, seja por acharem que os juros pagos não são atraentes, seja por acharem que há riscos de perda patrimonial no caso de desvalorização do dólar, ou ambos. Isto é, se não houver como financiar internacionalmente a rolagem dos títulos de dívida pública americanos e os déficits em conta corrente, ou ainda se minguarem outros influxos na Conta Capital, a abundância internacional de dólares pode eventualmente provocar uma fuga especulativa em pânico de ativos financeiros denominados em dólares, provocando deflações e prejuízos financeiros brutais que poderiam levar a inadimplências internacionais em cadeia.

Em tal caso, uma elevação dos juros básicos pelo FED, necessária para atrair financistas indispostos a comprar títulos americanos e compensar-lhes o risco cambial, seria contraditória à necessidade de defender a solvência de agentes financeiros variados através da diminuição das taxas de desconto na compra de títulos ilíquidos. Isto é, crises financeiras provocadas por uma desvalorização brutal

---

<sup>180</sup> Ver Coutinho (1992), p. 82.

<sup>181</sup> Dados em Friedman, B. (1987), p. 139.

do dólar poderiam colocar limites ao sucesso da atuação de lender of last resort das instituições "saneadoras" americanas, já que a expansão de créditos em última instância poderia se interpretada, pelos financistas internacionais, como uma "evidência" de que a política monetária não estaria disposta a contrair suficientemente a oferta de dólares, como forma de defender seu valor cambial — o que poderia levar a novas fugas especulativas de ativos denominados em dólares, a novas desvalorizações de moeda e a perdas patrimoniais generalizadas. Assim talvez a defesa de tais crises financeiras e cambiais precisasse recorrer, como na década de 30, ao remédio radical de uma restrição institucional ao dogma de livre mobilidade de capitais: algo que feriria interesses diversos (e agradaria a outros), mas que certamente implicaria em um grande trauma institucional para o capitalismo internacionalizado (o que não seria de todo mal; talvez voltasse a ser mais fácil fazer a "eutanásia do rentier", ou pelo menos voltasse a se limitar o grau de complexidade da anarquia).

Diante de tais riscos, não é a toa que seja tão assimétrico o poder americano de liderar ações de coordenação, ou melhor, de garantir a cooperação alheia para solucionar coordenadamente seus problemas cambiais — um hard landing do dólar traria perdas patrimoniais generalizadas dentre as economias capitalistas internacionalizadas. Esse verdadeiro interesse institucional em relação à estabilidade do dólar aumentou na década de 80, como resultado do processo de "internacionalização para dentro" da economia americana, que aumentou a "interpenetração patrimonial" das burguesias transnacionais<sup>182</sup>. Há um verdadeiro interesse transnacional burguês na estabilidade cambial do dólar e, logo, do sistema. O processo de internacionalização do capitalismo passou crescentemente a criar interesses que atravessam fronteiras nacionais, principalmente depois que a própria economia americana se tornou espaço privilegiado de investimentos diretos externos. Tal "interpenetração patrimonial" se exerceu não apenas em investimentos de capital, mas também em aplicações de portfólio. Uma derrocada nos mercados financeiros e acionários americanos afetaria não só a burguesia americana, como também capitais japoneses e europeus que detêm parcela nada desprezível da propriedade de títulos nos USA. Por outro lado, uma reversão da política monetária americana em direção a altos juros poderia gerar nova escassez

---

<sup>182</sup> Ver Coutinho (1992).

internacional de ativos de reserva, o que teria efeitos recessivos ainda maiores se a demanda americana por importações fosse bruscamente revertida.

Além disso, a agitação protecionista americana estava bastante avançada em 1985, em função do efeito danoso sobre o comércio exterior americano gerado pela valorização acentuada do dólar<sup>183</sup>. Se os outros dois governos do G-3 não quisessem amargar uma maior proteção do mercado americano, era preciso articular uma desvalorização competitiva do dólar sem que o dólar se espatifasse em queda livre. Logo, no final de 1984 conjugavam-se o interesse do governo americano de desvalorizar sua moeda altamente valorizada e o sentimento e expectativa de agentes privados e oficiais internacionais de que não era provável que a valorização do dólar se prolongasse ainda mais, já que os fundamentais de transações correntes e déficit público eram tão desfavoráveis à economia americana. Entretanto, havia uma percepção consensual por parte dos governos soberanos das moedas de reserva — EUA, Alemanha e Japão — de que a desvalorização do dólar não poderia ser deixada ao livre sabor das forças de mercado, devendo ser amparada por intervenções coordenadas dos governos. Por outro lado, tais coordenações provavelmente não seriam eficazes se meramente articulassem intervenções conjuntas nos mercados de câmbio, pois o volume de liquidez internacional privada que poderia ser mobilizado em rebanho contra as reservas oficiais era portentoso.

Assim sendo, foram elaboradas estratégias de coordenação de políticas para amaciar a desvalorização do dólar, relativamente bem-sucedidas — apesar de altamente custosas em termos de reservas internacionais dos bancos centrais. Iniciaram-se explicitamente a partir do Acordo de Plaza, em setembro de 1985, onde negociou-se a desvalorização do dólar frente às principais divisas, e continuadas principalmente no Acordo do Louvre, de fevereiro de 1987, onde negociou-se a estabilização das taxas cambiais.

As estratégias cambiais utilizadas para implementar o intuito de desvalorização, negociado no Acordo do Plaza, referiam-se às políticas orçamentárias, monetárias e cambiais. No plano orçamentário, negociou-se a reversão das políticas contencionistas alemãs e japonesas, no sentido da expansão orçamentária, de modo a aumentar as taxas de crescimento de suas economias e

---

<sup>183</sup> Ver Destler e Henning (1989), cap. 3. Sobre a coordenação de políticas, conferir o livro acima citado, cap. 4, Miranda (1992), pp. 250-267, e Webb (1994).

diminuir os déficits na balança comercial americana. O objetivo era impedir que o dólar fosse muito debilitado pelo resultado das transações comerciais, de maneira a não reforçar (se possível, até compensar um pouco) a reversão esperada dos fluxos de capital privado contra o dólar. Nos mercados cambiais, intervenções diretas dos bancos centrais visariam sustentar, em um processo de fine tuning, uma queda suave do dólar — defendendo-o contra movimentos especulativos abruptos.

Quanto às políticas monetárias, ficou acertado que os governos alemão e japonês cooperariam através da redução dos diferenciais de juros que eram favoráveis ao dólar, tendendo a eliminar os diferenciais até 1987. Tais políticas tinham o objetivo de diminuir o poder de atração financeira que os títulos de dívida americana tinham sobre os capitais externos. Isso, obviamente, era uma forma de financiar os "déficits gêmeos" americanos — e principalmente a crítica situação financeira das contas públicas — com taxas de juros menores, a menores custos, e ainda por cima garantir uma desvalorização do dólar que melhorasse as condições de inserção externa e geração de cambiais pelas exportações americanas.

Até 1987, o dólar desvalorizou-se substancialmente, provocando o surgimento de resistências internas e externas contra a continuidade de tal tendência. Apesar do interesse da Secretaria do Tesouro americana apontar no sentido de mais desvalorizações, o FED prezava pelo intuito de preservar a posição nacional e internacional do dólar contra movimentos inflacionários, internos, e especulativos, externos. E enquanto o FED resistia contra movimentos excessivos de preços que questionassem a posição da divisa americana nos mercados internacionais, os governos alemão e japonês eram contrários a valorizações extras do yen e do marco.

No acordo do Louvre, em fevereiro de 1987, negociou-se então a necessidade de intervenções no sentido de sustentar a taxa cambial dólar/marco e yen, através de maiores intervenções nos mercados de câmbio e elevação das taxas de juros americanas. Entretanto, tal objetivo não foi alcançado: capitais internacionais, como se temia, resistiram a financiar o déficit público americano, não apenas por exigirem maiores taxas de juros, mas provavelmente por causa de expectativas de continuação das desvalorizações do dólar a despeito do aumento de juros, o que aumentava a demanda especulativa pela moedas alemã e japonesa. Por outro lado, a balança comercial americana não fôra capaz de recuperar níveis prévios de "equilíbrio" — em função da perda de competitividade estrutural da indústria

americana, e da redução de preços dos exportadores para o mercado americano, buscando compensar a desvalorização do dólar. Além do mais, a reversão da posição credora da economia americana em relação ao resto do mundo, como já observado, trazia seus (d)efeitos: o aumento dos serviços financeiros e remessas de lucros derivados da acumulação de grande estoque de ativos financeiros e produtivos de propriedade estrangeira, nos USA, exacerbava os déficits de transações correntes de bens e serviços. Em síntese, a manutenção de uma convenção especulativa contra o dólar nos mercados de câmbio e de capitais, e a existência de pesados desajustes nos fundamentais de transações correntes, dificultaram a preservação das taxas de câmbio; apesar das intervenções negociadas no Louvre, o dólar continuava sua arriscada tendência de queda, ainda que não em "queda livre".

O dólar continuou a se desvalorizar ao longo de 1987, e já eram os bancos centrais os principais financiadores diretos dos déficit americanos e da tentativa de estabilizar o valor do dólar. Obviamente, aumentou a pressão seja dos mercados de financiamento da dívida pública americana, seja dos próprios governos "cooperativos", em direção a uma redução, cooperativa, do déficit público americano e um aumento das taxas de juros dos títulos de dívida pública. Novamente, em um contexto em que surgiam conflitos entre governos a respeito de quem deveria arcar com limitações à sua autonomia decisória para impedir maior desvalorização do dólar, e em que os mercados resistiam a "legitimar" as políticas domésticas americanas, ressurgiram novas limitações externas às políticas monetárias e orçamentárias americanas. Em 1987, "dos US\$ 154 bilhões de déficit americano em conta corrente, US\$ 120 bilhões foram financiados pelos bancos centrais estrangeiros. Sem tal suporte, as taxas de juros americanas deveriam ter aumentado bastante, para atrair suficiente capital. Os bancos centrais estrangeiros irritaram-se (chafed) com o fardo de tal intervenção, e recorrentemente demandavam que os Estados Unidos assegurassem o financiamento privado de seus déficits (isto é, elevassem taxas de juros). Por outro lado, os bancos centrais não estariam dispostos a aceitar subseqüentes quedas futuras do dólar, que a ausência de tal intervenção implicaria."<sup>184</sup> Isto é, consenso alheio quanto a evitar um hard landing do dólar — ou mesmo novas desvalorizações competitivas moderadas — havia; o conflito estava associado à distribuição diferencial dos custos de assegurar

---

<sup>184</sup> Destler e Henning (1989), p. 61.



cooperativamente tal objetivo, e das possibilidades de conciliá-lo com problemas domésticos a regular.

A tensão unilateralismo americano/cooperação internacional, entretanto, se colocava agora em termos certamente diferentes dos da década de 70. Na década de 70, os governos americanos tendiam a perder a capacidade de liderar ações governamentais entre os demais elos do sistema capitalista internacional. Com efeito, a década de 70 parece ter sido caracterizada por uma intensa fragmentação de projetos entre diversos elos do sistema internacional, sem um centro político que os unificasse em torno a um projeto comum<sup>185</sup>. Nesse período parecia minguar a hegemonia internacional do capitalismo nacional americano, sobre a qual estava ancorada a ordem econômica internacional do pós-guerra. Tal desmonoramento, como já observado, esteve associado aos investimentos das corporações americanas em outros espaços econômicos que não o centro americano, ao "desenvolvimento desigual" dos espaços econômicos nacionais, inclusive com a difusão do capitalismo industrial em outros elos (ditos "periféricos") do sistema internacional, e à expansão dos mercados internacionais de crédito para fora de qualquer centro político-regulatório, isto é, offshore. Por assim dizer, o desenvolvimento descentralizado do capitalismo internacional não coube dentro dos limites de uma ordem monetária assentada inicialmente na hegemonia do capitalismo nacional americano.

Na década de 70, não acostumados à idéia de que políticas americanas deveriam ser limitadas por restrições internacionais, tendo em vista que o contexto econômico internacional já não era o mesmo da década de 50 — e que sua ordem institucional vinha sendo desintegrada gradualmente —, sucessivos governos americanos preferiram explorar, em benefício nacional, o "curso forçado" de sua moeda em um sistema monetário internacional já não era um padrão ouro/moeda-chave, mas padrão-dólar. Talvez o principal indicador do declínio da capacidade dos governos americanos em liderar diversos governos nacionais em torno a projetos comuns, estava em a definição dos seus interesses era muito nacionalista: privilegiava a defesa dos empregos americanos, algo típico das propostas políticas "social-democratas" e anti-deflacionárias, defendidas pelo governo J. Carter. Tais propostas políticas vinham perdendo fôlego eleitoral, entretanto, além de perder condições produtivas e cambiais de possibilidade: a tendência de desenvolvimento desigual,

<sup>185</sup> Essa é uma das principais teses de Conceição Tavares (1985): ver pp. 1-3, 25-27, 41-46.

cum crise, do capitalismo internacional, não abalou apenas a ordem internacional, mas também (como discutido no 2º capítulo) a eficácia dos aparatos regulatórios tradicionais em incentivar o investimento privado e o emprego.<sup>186</sup> E quando mais tarde tal investimento foi revitalizado em alguns elos do sistema internacional, ele veio a produzir um padrão de emprego muito mais excludente que anteriormente<sup>187</sup>.

A partir de 1979, por outro lado, os governos americanos passaram inicialmente a impôr os termos e as condições da relação da economia americana com o resto do mundo, respondendo aos questionamentos internacionais ao papel privilegiado do dólar. No contexto de uma ordem política do capitalismo internacional crescentemente desordenada, fragmentada e descentralizada, a iniciativa Volcker de declaração da "diplomacia do dólar" enquadrou os graus de liberdade das políticas econômicas dos demais elos do sistema aos limites externos deixados pela política americana, e preparou o terreno para que a dupla Reagan-Thatcher propusesse um novo projeto de "solução" dos problemas globais. Com efeito, as políticas americanas não apenas criaram problemas globais, como também propuseram que a solução de tais problemas fosse orientada por um consenso ideológico novo, contra propostas social-democratas e anti-deflacionárias. Para deleite dos rentiers do globo, aliás, e também das corporações transnacionais, é claro.

Ao abrir sua economia, por outro lado, os conservadores americanos propunham uma nova divisão internacional do trabalho, em que o "guarda-chuva" protetor do FED e a desregulação competitiva dos mercados financeiros incentivariam sua transferência para praças financeiras americanas — e em que o dinamismo da economia americana "re-centralizaria" os investimentos diretos externos e faria do espaço econômico americano um espaço privilegiado de atuação das "transnacionais". Diante de um tal projeto, é natural que o conflito unilateralismo americano/cooperação internacional não seja de mesma natureza daquele da década de 70 — mesmo porque a ideologia individualista reverenciada e preconizada pelo projeto hegemônico neo-liberal, e seu projeto mais ou menos anárquico de eficiência competitiva, abominariam a defesa de todo e qualquer tipo

---

<sup>186</sup> Regulações que encontraram uma melhor resposta, entretanto, em casos de políticas creditícias não-agregadas, mas setorialmente regidas, ver Zysman (1983).

<sup>187</sup> Ver Conceição Tavares (1992), item Transformação Produtiva sem Equidade, e Martin (1994).

de emprego nacional.

Isto é, a "transnacionalização" dos mercados americanos implicou na criação de um maior "interesse de paz"<sup>188</sup> nos governos americanos, e até em uma maior capacidade transnacional de impô-lhes um tal "interesse de paz". Tal "interesse de paz" foi capaz de constranger o grau de unilateralismo das políticas americanas<sup>189</sup>. Ficou mais coercitiva a necessidade de que o próprio governo americano cooperasse com os demais países para garantir um grau razoável de estabilidade cambial internacional (excludente). A década de 80 viu que aumentou ainda mais o poder "tutelar" do capital financeiro internacional: e, com ele, aumentou o poder estrutural da "disciplina dos mercados" contra as políticas de Estado<sup>190</sup>.

Em 1987, em particular, criou-se uma pressão internacional e transnacional a favor da redução dos déficits orçamentários e dos gastos militares americanos, e de elevação dos juros, de maneira que os USA também arcassem com custos da defesa do dólar. Afinal, é óbvio que os riscos de um hard landing do dólar já haviam sido reduzidos, em função da significativa queda já suavemente verificada (que deve ter diminuído o número de especuladores baixistas), mas não estava abandonado o risco de instabilidades cambiais significativas — principalmente se os "mercados" verificassem haver escaramuças entre os governos coordenados. E, efetivamente, havia escaramuças. Por outro lado, é óbvio que, apesar do risco de queda do dólar provocar estragos sistêmicos, a capacidade americana de exigir cooperação alheia devia ser respaldada também em contrapartidas suas — e não apenas na ameaça de que a queda do dólar destruiria a todos.

Com efeito, já desde 1986 os gastos militares pararam de crescer, em torno a um relativo consenso internacional de que não poderiam crescer, apesar das resistências do Pentágono, e diante de fortes resistências congressistas a novos cortes em gastos sociais: "manter a posição americana de barganha requeria que fosse restringindo o

---

<sup>188</sup> Ver Gill (1993) e (1994), Cox (1994), Overbeek & Pijl (1993), sobre a natureza de tal "interesse de paz". O conceito é de Polanyi (1944), aplicado aos "cem anos de paz" do séc. XIX: cap. 1.

<sup>189</sup> E também sua natureza. Com efeito, na década de 80, o unilateralismo americano voltou-se principalmente à "reciprocidade comercial", como forma de "abrir" mercados alheios e exigir patentes internacionais: ver Gilpin (1987), cap. 5 e 6, P. Martin (1994) e Vaitos (1989).

<sup>190</sup> Ver Block (1977a) para uma apreensão teórica seminal do poder financeiro privado vis-à-vis o Estado capitalista.

apetite ilimitado do Pentágono por gastos gigantescos."<sup>191</sup> Por outro lado, crescentes escaramuças entre os governos coordenados obrigaram o governo americano a ceder posições, e acabariam levando a uma crise subsequente das experiências de coordenação. Tais escaramuças existiram porque, no fundo, ao processo de "cooperação" é inerente um conflito a respeito de que parte vai precisar ceder uma parcela de autonomia decisória sobre os instrumentos regulatórios domésticos, em função do manejo coordenado de dificuldades cambiais alheias — que afetam o sistema em toda sua complexidade. Se, por um lado, a ameaça de queda livre do dólar é uma arma que garante aos americanos um grande poder de barganha para exigir que os demais "cooperem" com suas dificuldades cambiais, a integração dos mercados monetários implica indiretamente em sérias resistências à cooperação. Isso acontece porque, como já observado, a integração dos mercados monetários garantiu que as políticas monetárias não podiam voltar-se aos objetivos internos de controle monetário, sem levar em conta os efeitos que terão sobre os mercados cambiais, e vice-versa. Logo, pode haver contradição entre os objetivos regulatórios domésticos e os requerimentos de políticas exigidas por uma coordenação de efeitos sobre o câmbio. Logo, há uma "dupla solicitação" sobre as políticas monetárias — priorizar objetivos domésticos vis-à-vis efeitos cambiais, ou vice-versa — e, em alguns casos, uma "tripla solicitação", já que mudanças nos juros implicam em mudanças nas condições de financiamento das dívidas públicas.

Essa "dupla solicitação" sobre a política monetária fica clara com acompanhamento das dificuldades em preservar a coordenação de políticas entre o Grupo dos Três entre 85-89. Em 85, as políticas monetárias dos EUA, Japão e Alemanha foram acionadas principalmente com o intuito de afetar os mercados cambiais, buscando influenciar no sentido e direção dos fluxos internacionais de capital. Cibia desvalorizar ordenadamente o dólar, e nesse sentido os diferenciais de juros em favor do dólar foram diminuídos, aproximando-se a zero até 1987 — como forma de diminuir o potencial de atração que os títulos de dívida americana tinham sobre os capitais externos (aqui a "tripla solicitação" também se torna explícita, já que também cibia diminuir os custos de financiamento da dívida pública americana).

Em 1987, a tentativa de estabilizar os parâmetros cambiais depois da excessiva

---

<sup>191</sup> Gill (1993), p. 269.

desvalorização do dólar levou a que o novo Chairman do FED tentasse promover um diferencial de juros em favor da rentabilidade dos títulos americanos, a partir de setembro, buscando voltar a atrair capitais de empréstimo. No entanto, tal não acontece imediatamente, pois os bancos centrais japonês e alemão aproveitaram também para elevar suas taxas de desconto — o que os obrigou, por outro lado, a continuar a intervir nos mercados de câmbio a favor do dólar, a financiar crescentemente os déficits americanos e reclamar por uma posterior elevação dos juros americanos.

James Baker, o secretário americano do Tesouro, irritou-se com a elevação alheia de juros, afirmou que nada faria se o dólar a voltasse a cair — o dólar caiu, suas declarações assustaram os mercados e influenciaram na queda violenta das Bolsas de Valores em outubro de 1987. Depois disso, o FED precisou relaxar a política monetária para evitar inadimplências financeiras generalizadas.

O ponto em que se explicita de forma mais clara a "dupla solicitação" sobre a política monetária é o ano de 88 / início de 89; é então também que termina a tentativa de coordenação de políticas, em função de suas contradições insolúveis. Como a expansão americana ameaçava ser revertida depois do Crash, Baker propunha uma política monetária frouxa com o intuito de relaxar a restrição monetária interna; no entanto, tal política de relaxamento monetário só não entraria em contradição com a necessidade de estabilizar a paridade cambial do dólar (a "dupla solicitação" sobre a política monetária), se Alemanha e Japão aceitassem baixar concomitantemente suas taxas internas de juros, preservando o diferencial em relação à taxa americana. Entretanto, para Alemanha e Japão também ocorre o problema de "dupla solicitação": a despeito das necessidades nos mercados cambiais, escolhem privilegiar os problemas internos de política monetária, isto é, controlar os agregados em função das pressões inflacionárias, a unificação alemã etc. O FED foi obrigado (não a contra-gosto) a elevar as taxas de juros, cancelar a recessão, apesar dos intuitos manifestos em contrário, caindo por terra as experiências de coordenação. Em 89/90, apesar do aumento das taxas do FED, caem os diferenciais de taxas de juros da Alemanha e Japão frente ao dólar, em maior medida na Alemanha (os problemas da Unificação são maiores), mas também, em menor medida, no Japão. Na década de 90, havia pouco espaço, inicialmente, para as possibilidades de

experiências eficazes de coordenação<sup>192</sup>.

Isto é, tentativas de regulação global são possíveis, mas não são fáceis — nem sempre as exigências de regulação global combinam com as exigências domésticas de regulação, de modo a possibilitar a "coordenação" regulatória global. Ou seja, as anarquias do capitalismo, agora anarquias "globais", não estão mais necessariamente contidas dentro de contextos regulatórios e territoriais manejáveis. O desenvolvimento internacionalizado do capitalismo sobrepujou os limites político-territoriais dos instrumentos regulatórios de manejo das instabilidades, sem que necessariamente uma regulação global emane da "coordenação" dos instrumentos político-regulatórios nacionais. Pois o manejo das instabilidades globais pode ser contra-producente ao manejo das instabilidades domésticas. As anarquias do capitalismo se tornaram mais difíceis de ser manejadas, pois se tornaram anarquias offshore sem que deixassem de existir, também, inland. E sem que territórios nacionais estejam insularizados das instabilidades globais, e vice-versa.

\*\*\*

Em meados da década de 90, o imenso estoque de dívida pública, a continuação do déficit em transações correntes de bens e serviços, e a instabilidade das coalizões políticas majoritárias nos USA ainda continuavam a trazer riscos sistêmicos para a economia mundial. Afinal, o volume de liquidez autônoma e desregulada continua aumentando a passos largos, sem que a preferência pela liquidez inter-cambiais venha se estabilizando. Ao contrário, a constante possibilidade de flutuações das paridades cambiais implica em que as divisas internacionais não podem ser tomadas como pontes seguras entre o passado e o futuro, isto é, como reservas de valor

---

<sup>192</sup> "Uma barreira mais fundamental para continuidade da coordenação de políticas, depois de 1989, foi colocada por obstáculos políticos domésticos, em vários países, aos ajustes de política demandados pelos governos estrangeiros. A política orçamentária dos Estados Unidos sofreu crescentes e intensas críticas dos governos estrangeiros, para os quais a coordenação internacional parecia ser uma via de mão única, sem reciprocidade. A eleição presidencial em 1992 também contribuiu para a divergência de políticas internacionais, já que a administração Bush apoiou taxas de juros mais baixas e a continuidade da expansão orçamentária, para melhorar as perspectivas de reeleição do presidente Bush — enquanto a Alemanha liderava a Europa em direção a taxas de juros mais altas, e muitos governos estrangeiros tentavam reduzir seus déficits orçamentários. Depois de 1990, as críticas também se direcionaram à resistência dos governos alemães em aumentar impostos para custear a reunificação, uma resistência que levava o Bundesbank a aumentar agudamente as taxas de juros, para conter o impacto inflacionário dos gastos deficitários de Bonn.": Webb (1994), p. 184.

seguras<sup>193</sup>. Assim, movimentos puramente especulativos podem provocar brutais variações cambiais e brutais perdas de capital. Os instrumentos de transferência do risco de variação cambial e de juros (hedge) são mecanismos de transferência de risco; logo, apenas em uma "falácia da composição" pode-se argumentar que diminuem o risco sistêmico de perdas patrimoniais cumulativas. Afinal, eles não são capazes de "transferir" o risco do sistema para algum outro sistema: o sistema é um só. Por outro lado, a possibilidade de variação significativa do estado de confiança dos mercados, de suas elásticas e instáveis opiniões e da demanda especulativa entre moedas, nos mercados cambiais, implica em que não haja relação direta e imediata entre preços cambiais correntes e os dados fundamentais básicos de transações correntes e déficits orçamentários ("fundamentals"): os preços dependem sempre de mediações expectativacionais, em tais mercados flexíveis e especulativos<sup>194</sup>.

O breve crescimento da economia americana entre 1993 e 1994 prejudicou a posição dos fundamentals externos da economia americana. Durante todo o ano de 1994, o FED veio buscando aumentar aos poucos as taxas de juros básicas, sem que conseguisse reverter o processo de desvalorização do dólar. O déficit externo americano era de US\$ 67,86 bilhões em 1992, foi de US\$ 104 bilhões em 1993, e até o terceiro trimestre de 1994 apresentava um acumulado (de doze últimos meses) de aproximadamente US\$ 142,5 bilhões. Com uma convenção (bias) cambial a médio prazo apontando para a desvalorização do dólar, movimentos conjunturais de jogo especulativo (currency game) podem vir a instabilizar bastante os mercados cambiais e a posição do dólar. Isso pode ser agravado por perdas patrimoniais nos "mercados subemergentes", depois da crise cambial do México a partir de 20 de dezembro de 1994, e pelas instabilidades internas ao sistema político americano.

Com efeito, o interesse transnacional pela "paz universal", nos USA, pode vir a ser contrarrestado por interesses nacionalistas de grupos mais territorializados ao espaço nacional americano, como fazendeiros, indústrias ameaçadas, sindicatos — que clamam por proteção em seu espaço nacional contra os efeitos impessoais de um

---

<sup>193</sup> Ver Conceição Tavares e Belluzzo (1984) e Aglietta (1986).

<sup>194</sup> Ver Biasco (1987), Schulmeister (1988) e Miranda (1992), cap. 4.

mercado aberto à competição internacional<sup>195</sup>. Tais interesses nacionalistas são acompanhados, é claro, pelos interesses militares e industriais articulados em torno aos gastos do Pentágono. O complexo militar-industrial americano poderia buscar sua "razão de ser" em um novo "inimigo externo", já que o Pentágono precisa encontrar emprego para suas prerrogativas militares e orçamentárias pós-Guerra fria. Não é muito garantido que o Pentágono venha, em certos casos, resignar-se à austeridade orçamentária exigida pela "disciplina dos mercados".

É óbvio que o Pentágono poderia encontrar seu lugar eventualmente como "xerife do mundo" em um mundo pós-Guerra fria, defendendo "a liberdade" e os direitos de propriedade transnacional a nível global, xerife que foi na Guerra do Golfo. Tal tarefa é custosa para os orçamentos estatais americanos, a menos que viesse a ser arcada com tributos oficiais sobre governos confederados no interesse de garantir "a liberdade global", ao invés de através de instáveis títulos da dívida pública. Entretanto, o inimigo externo para o etnocentrismo americano não foi completamente escolhido: seria a "competitividade alheia"? O Japão? O Islam, a Europa? Em um mundo pós-Guerra fria, não há mais o interesse geo-político pela paz que era estruturalmente conferido pelo alinhamento bi-polar automático e pela dissuasão nuclear mútua: agora, há vários povos e vários capitalismo em competição, o que pode ser prejudicial à cooperação mútua<sup>196</sup>. O conflito americano entre unilateralismo/ cooperação, da década de 70, assentado no "Keynesianismo" pelo pleno emprego americano, agora deixou lugar pleno ao Keynesianismo militar, que pode eventualmente não aceitar também a disciplina de austeridade orçamentária exigida pelos rentiers, como não aceitou durante a Guerra do Vietnã, na década de 60.

A cultura política e o sistema representativo americano são profundamente

<sup>195</sup> Para o quê se segue, ver Gill (1993). Para alguns possíveis cenários para o dólar na década de 90 (incluindo o de queda violenta), ver Krugman (1990), parte 5.

<sup>196</sup> Ver Hobsbawm (1990): "... a Rússia e os Estados Unidos cessaram de ser capazes de, em conjunto, impôr sua ordem como antes...o nacionalismo alemão tem um perigoso assunto não-concluído: a recuperação de grandes territórios perdidos em 1945 para a Polônia e para a União Soviética. E a nova instabilidade, como prova a crise no Oriente Médio, não é apenas européia, mas global... o aventurismo está novamente no programa... a Europa central e oriental estão recaindo em algo parecido com a zona de rivalidades e conflitos nacionalistas que se seguiu à Primeira Guerra Mundial... Finalmente, existe a instabilidade do sistema político no qual os Estados ex-comunistas se jogarem apressadamente; a democracia liberal... As perspectivas para a democracia liberal na região são pobres, ou pelo menos incertas...Lamentemo-nos com o Sr. Francis Fukuyama, que afirmou que 1989 significava o "fim da história" e que daí para frente tudo seria tranquilamente liberal e livre-mercado. Poucas profecias destinam-se a ter vida mais curta que essa." pp. 104-106.



voltados para seus próprios problemas, com pitadas fortes de etnocentrismo, igualmente. Há uma contradição entre territorialidade e globalidade muito acentuada no caso americano: buscam ser os garantidores políticos e militares da disciplina neo-liberal dos mercados à escala global, mas não costumam sujeitar-se com facilidade à mesma pressão disciplinar orçamentária sofrida pelos demais governos, diante dos mercados. Os congressistas americanos não costumam aceitar limitações à liberdade de manobra americana, nos interesses da estabilidade cambial global. Isso obviamente pode dificultar a posição de barganha norte-americana em tentativas futuras de coordenação de efeitos cambiais, para defender sua própria moeda. Na virada de 1994 para 1995, os sinais são claros: o governo Clinton resiste a novas elevações das taxas de juros pelo FED, seja por buscar não sufocar a recuperação americana, seja para não provocar maiores instabilidades nos mercados submergentes; houve grande resistência do Congresso americano para a aprovação de OMC, que foi aprovada, e para a concessão de empréstimos ao México, que não foi decidida pelo Congresso; a popularidade de Ross Perot e Pat Buchanan denota a força do discurso protecionista, e a de Newt Gingrich a de uma retórica nacionalista e militarista. A moral da história é que os Estados Unidos ajudaram a criar uma nova ordem "transnacional", na década de 80, que desmontou parte das regulações e limitações nacionais impostas desde a década de 30 sobre o movimento anárquico do capitalismo. Mas não é certo que venham a ter condições de garantir sua estabilidade monetária ou política na década de 90, justamente por deixarem a anarquia excessivamente complexa, "global", e mais incontrolável, e por perderem, eles próprios, seu "capital de confiança" junto ao capital financeiro transnacional.

*V.II - A Coalizão Financeira Transnacional e as Políticas Econômicas Nacionais*

Não é de se esperar que os EUA sejam capazes de recuperar o papel “benigno” que tiveram para a estabilidade monetária global durante a “era dourada” do capitalismo, porque, crescentemente, a capacidade de preservarem a qualidade de sua própria moeda entra em contradição com a capacidade de oferecerem, aos demais Estados, condições favoráveis à manutenção da qualidade de suas moedas. Com efeito, desde 1979, os governos americanos passaram a ser forçados pelo capital financeiro internacional a competir, contra os demais países, pelo escasso atributo da qualidade internacional das moedas.

Durante a “era dourada” do capitalismo, os governos norte-americanos não se esforçaram tanto para lutar pela confiança internacional em sua moeda — em aberto contraste *vis-à-vis* a insistência com a qual os governos britânicos, muito mais ciosos da credibilidade de suas políticas junto à comunidade financeira internacional, lutaram, sem sucesso, para preservar a confiança internacional na libra esterlina. Do imediato pós-guerra ao início da década de sessenta, não havia muitas dúvidas quanto à qualidade diferencial do dólar como moeda de denominação, por excelência, da riqueza capitalista à escala global. Quando essas dúvidas começaram a surgir e crescer durante a década de sessenta, os governos americanos conseguiram dividir a responsabilidade pela defesa do dólar com os governos europeus e japonês, de uma maneira mais ou menos “cooperativa” — afinal, era relativamente claro que, se forçados a defender unilateralmente a qualidade internacional do dólar, provando da disciplina deflacionária exigida pelo padrão-ouro, os governos americanos provocariam uma drenagem da liquidez internacional nociva à “era dourada” compartilhada pelo sistema capitalista internacional. Desde o final da década de sessenta, até 1979, a atitude americana diante do dólar foi a “negligência benigna”: explorar o curso forçado do dólar no capitalismo internacional para liberar o crescimento econômico doméstico de quaisquer restrições oriundas das contas externas, principalmente depois da institucionalização de um regime mais instável de câmbio, a partir de 1973.

Ao invés de preservar a qualidade do dólar como moeda de denominação do patrimônio capitalista global, os governos americanos subordinaram o dólar ao financiamento, a baixas taxas de juros, de seus déficits orçamentários e da

acumulação de capital produtivo — subordinação do financeiro ao produtivo que foi característica e condição sine qua non da “era dourada”. Ao longo da década de setenta, entretanto, os limites dessa estratégia iam sendo alcançados e esgotados. Mesmo nos EUA, as políticas econômicas orientadas para o crescimento econômico não conseguiam recuperar um ciclo sustentado de expansão. Ao invés disso, as tentativas de manter as taxas de juros baixas alimentavam as estratégias dos oligopólios de tomar créditos para rolar débitos anteriores e financiar a acumulação inflacionária de estoques, buscando, com isso, deflacionar o custo real de seus compromissos financeiros, em um contexto de saturação dos mercados que haviam sido os anteriores motores do crescimento. As políticas fiscais expansivas, por sua vez, tampouco conseguiam estimular um surto sustentado de crescimento capaz de aumentar os impostos e financiar o gasto público, de maneira que eram acompanhadas por um crescimento gradual da dívida pública. Em síntese, o crescimento sustentado foi substituído por uma persistente estagflação, à medida em que o capital monopolista aproveitava as breves recuperações para promover surtos inflacionários de diluição do valor real de compromissos financeiros, e os credores, por sua vez, reagiam com *credit crunches* : restrições relativas a novos financiamentos em dólar, aumentos das taxas nominais para garantir juros reais e, obviamente, especulações contra o dólar nos mercados cambiais.<sup>197</sup> Essa revolta contra créditos denominados em dólar diminuía cada vez mais o tamanho dos ciclos de expansão dos créditos e eliminava as possibilidades de sucesso das políticas orientadas para o crescimento — elas significam cada vez mais estagflação e déficits orçamentários. Assim, a qualidade do dólar ia sendo erodida em um círculo vicioso cumulativo de inflação interna e desvalorização externa, em que os financistas se revoltavam contra a sina de denominarem patrimônios em uma moeda que lhes impingia prejuízos, recorrentemente.

Simultaneamente, a instabilidade cambial incentivou a diversificação de portfólios financeiros internacionais em um grupo seletivo de divisas internacionais, de modo a diminuir os riscos de perdas patrimoniais no caso de variações cambiais imprevistas (compensando e anulando, em parte, o efeito das variações) e, naturalmente, de modo a facilitar a busca de ganhos especulativos, no caso de

---

<sup>197</sup> Ver Guttman (1994), caps. 5-7.

variações cambiais antecipadas.<sup>198</sup> Não é à toa que a institucionalização de um regime de taxas de câmbio instáveis tenha sido acompanhada por diversificações prudenciais e especulativas dos portfólios financeiros internacionais. Em primeiro lugar, o fim do regime de taxas fixas de câmbio coincidiu com o esgotamento do longo ciclo de crescimento da “era dourada”: como nos ciclos anteriores de expansão da financeirização internacional do capitalismo (ao final das expansões materiais sob as hegemonias genovesa, holandesa e inglesa), o esgotamento das oportunidades de investimento nas “frentes materiais de expansão” previamente exploradas representou a acumulação de uma massa gigantesca de capital-monetário a “queimar bolsos” dos capitalistas, em busca de novas oportunidades de valorização, especialmente especulativas.<sup>199</sup> Com efeito, a expansão recente da lógica especulativa na gestão dos patrimônios financeiros não envolveu apenas os capitais tradicionalmente associados a transações financeiras; as grandes corporações industriais e comerciais transnacionais passaram, também, a criar departamentos especializados na gestão especulativa de carteiras financeiras, transferindo parcelas crescentes da riqueza capitalista global de funções produtivas para operações com papéis.<sup>200</sup>

Em segundo lugar, em um regime de taxas fixas de câmbio, ainda que ajustáveis, não há nem muitos lucros a serem feitos nem prejuízos a serem evitados mediante a diversificação de patrimônios financeiros em torno a um grupo de divisas internacionais. Se as taxas de câmbio fixadas são confiáveis coletivamente, especular individualmente a favor de uma variação cambial esperada perde o sentido. Em um regime de taxas instáveis de câmbio, entretanto, em que é incerto o valor de conversibilidade futuro das moedas, por outro lado, podem ser feitos muitos ganhos patrimoniais caso a distribuição internacional da riqueza financeira antecipe corretamente as variações cambiais futuras — assim como podem ser amargados consideráveis prejuízos no caso em que não se antecipe a direção correta das variações cambiais. Não é à toa que o período desde 1973 tenha assistido a uma completa reversão na natureza das operações cambiais típicas. Enquanto que em 1971, 90% de todas as operações cambiais representavam o financiamento do comércio e do investimento direto internacional, e 10% delas

---

<sup>198</sup> Ver Strange (1986), cap. 1.

<sup>199</sup> Ver Arrighi (1994).

<sup>200</sup> Ver Braga (1992).

representavam operações especulativas, em 1994, inversamente, mais de 90% das operações cambiais apresentaram caráter especulativo, apesar do crescimento significativo das demais transações econômicas internacionais.<sup>201</sup>

Em um sentido essencial, o crescimento impressionante das operações especulativas internacionais está intimamente articulado com a crescente indefinição, depois de 1973, da forma monetária por excelência de denominação internacional da riqueza capitalista — isto é, está associado à crise da moeda na qual se concentrara a preferência internacional depois da crise da libra esterlina, o dólar. A existência de uma moeda internacional confiável, em que a riqueza capitalista pode ser denominada com riscos negligenciáveis de perda patrimonial — como a libra esterlina antes de 1914, e o dólar entre 1945 e meados da década de 1960 — costuma provocar uma concentração de preferências internacionais, apaziguando a incerteza e a divergência de opiniões quanto à forma por excelência de denominação internacional da riqueza. Essa moeda internacional tende a criar, por um mecanismo de imitação recíproca em que os capitalistas buscam nas opiniões dos demais os sinais para apaziguar a inquietude trazida por sua própria incerteza, uma unicidade de expectativas e opiniões que desestimula operações especulativas nos mercados cambiais. Com efeito, especulações cambiais só deixam de apresentar o caráter de excepcionalidade e esquisitice, para serem objetos generalizados de expectativas de ganho ou perda patrimonial, quando a crise da moeda que desfrutava de referências comuns quanto a seu valor futuro instaura, no interior dos mercados cambiais, um grau de divergência de opiniões necessário a qualquer tipo de operação especulativa.<sup>202</sup>

Como se sabe, a institucionalização de um mercado para operações especulativas só é viável na existência de diversidade de opiniões nesse mercado: transações especulativas só ocorrem quando um especulador acredita que o valor do ativo transacionado vai cair, buscando vendê-lo antes de sofrer a correspondente perda patrimonial, enquanto que o especulador que compra o ativo, completando a transação, acredita que seu valor vai aumentar, esperando a realização de ganhos com sua revenda posterior.<sup>203</sup> Quando um sistema de taxas fixas de câmbio é ancorado na confiança coletiva quanto ao valor da divisa-chave do sistema de

---

<sup>201</sup> Ver Eatwell (1994).

<sup>202</sup> Ver Aglietta (1986), cap.1.

<sup>203</sup> Ver Keynes (1936), cap.12-13 e 15; e Canuto e Laplane (1996).

denominação internacional da riqueza capitalista, o valor das transações realizadas na esfera da especulação cambial não tende a sobrepujar, ou sequer se comparar, ao valor da riqueza destinada a operações produtivas. Moedas estáveis costumam ser, primordialmente, veículos, suportes e mecanismos de proteção da operação de capitais em busca da valorização “em funções”, não concentrando, em si mesmas, uma esfera de busca de ganhos patrimoniais tão autonomizada das perspectivas de imobilização “material” da riqueza capitalista.<sup>204</sup>

Quando, em contraste, as taxas futuras de câmbio entre as moedas se tornam incertas, e a antiga moeda-chave não consegue mais fornecer as referências comuns que oferecia, os controladores de excedentes financeiros internacionais são forçados a revisar, recorrentemente, suas opiniões a respeito das opiniões coletivas quanto à qualidade das moedas nas quais seus patrimônios financeiros serão distribuídos — qualidade monetária essa que é definida em termos da eficácia relativa das divisas enquanto reservas de proteção da riqueza patrimonial. O capital financeiro internacional passa a movimentar uma competição entre as divisas enquanto reservas alternativas de valor, vagando na instável alternância das opiniões coletivas a respeito dos rebanhos especulativos que concentrarão as preferências da maioria dos agentes nos mercados cambiais. A qualidade das moedas vai se tornando mais dependente das ondas especulativas, à medida em que o valor global dessas operações vai sobrepujando outros itens das contas internacionais.<sup>205</sup> A determinação crescentemente especulativa das taxas de câmbio altera preços relativos entre os países independentemente de alterações relativas da competitividade comercial das economias, tornando mais incerta a rentabilidade internacional dos investimentos produtivos e aumentando os riscos da

---

<sup>204</sup> Obviamente, sem descurar da característica específica à moeda nas sociedades capitalistas, i.e., seu caráter inerentemente especulativo. No entanto, havendo uma definição clara da forma monetária por excelência de denominação internacional da riqueza capitalista, essa natureza especulativa da moeda não costuma manifestar-se nos mercados cambiais: costuma manifestar-se nas variações das taxas de juros nos mercados financeiros nacionais *pari-passu* às vicissitudes cíclicas da valorização “material” da riqueza, podendo ser, tentativamente, objeto de regulação direta por parte dos bancos centrais nacionais — como o foi durante a “era dourada” do capitalismo do pós-guerra. Quanto a isso, ver, por exemplo, Tavares & Belluzzo (1984): “Em condições normais de funcionamento de uma economia capitalista, é o processo de produção que comanda o processo de valorização da propriedade capitalista. Nesta perspectiva, a ‘preferência pela liquidez’ está governada pelos motivos de transação e precaução e admite um componente especulativo ‘normal’ nos mercados financeiros... Um aumento brusco da preferência pela liquidez e do caráter especulativo-rentista da riqueza capitalista só poderia ocorrer depois da derrubada da eficácia marginal do capital na reversão de um ciclo expansivo”: p.51.

<sup>205</sup> Calculou-se que “o volume das transações financeiras com o exterior cresceu de menos de 10% do PIB dos países centrais em 1980, para mais de 100% dos respectivos PIB em 1992. A maioria dos analistas estima que o giro corrente das transações no mercado de câmbio *spot*, global, atinge US\$ 1 trilhão por dia”: Coutinho (1995), pp.23-24.

imobilização do capital “em funções” — incentivando o auto-engrandecimento das operações especulativas.

Articulada a esse processo de especulação cambial generalizada, e da posse de um insidioso recurso de poder — *a saída* (em rebanho) —, uma poderosa coalizão global de interesses passou a pressionar as políticas econômicas nacionais em direção às “austeridades” necessárias à defesa da qualidade especulativa das moedas. Com efeito, à medida em que as moedas nacionais se tornaram objetos privilegiados da especulação financeira global, e à medida em que crescia o valor da riqueza capitalista destinada a tais operações, os diversos Estados burgueses integrados à “globalização financeira” perdiam parcela das margens de manobra usufruídas durante a “era dourada” do capitalismo, na gestão de suas políticas econômicas. Estas políticas foram, gradualmente, forçadas a reagir diante de uma constante revolta dos financistas contra a sina de denominar patrimônios em moedas que possam lhes impingir prejuízos, através de inflação interna e desvalorização externa.

Premidos pelas constantes avaliações da qualidade de suas moedas, os governos foram forçados a sinalizar suas intenções a respeito de suas políticas cambiais e, obviamente, a respeito das demais políticas capazes de influenciar os movimentos cambiais — de modo a apaziguar a incerteza dos especuladores quanto ao futuro, satisfazendo sua demanda frenética por sinais capazes de orientar decisões. Nesse contexto, se um governo extrapolar os limites dentro dos quais a confiança do “mercado” em suas políticas é preservada, é punido com a instabilidade monetário-cambial. Como fugas de capital podem ameaçar a qualidade de suas moedas, as políticas governamentais são objeto de vetos advindos da coalizão de interesses financeiros transnacionais que movimenta recursos especulativos internacionalmente, em busca de políticas econômicas “críveis”, capazes de preservar a rentabilidade real dos patrimônios financeiros. Ao não ameaçar os interesses de donos de patrimônios financeiros que, velozmente, podem descompromissar parcelas significativas de sua riqueza em relação a moedas e nações específicas, os governos assistem ao estreitamento dos “limites do possível” de suas autonomias decisórias. As fugas de capitais, os distúrbios cambiais e inflacionários que podem trazer — impondo custos recessivos maiores dos que os necessários para preservar, normalmente, a confiança dos financistas — são mecanismos institucionais capazes de enquadrar governos a um arco mais ou

menos restrito de políticas “permissíveis”. Obviamente, as dificuldades para manter a qualidade das moedas foram acentuadas depois que os governos americanos, sitiados pela revolta dos financistas contra o dólar ao final da década de 70, entraram na competição internacional contra a deterioração do “capital de confiança” dos governos junto ao capital financeiro internacional, a partir de 1979.

Os raios nacionais de manobra diante das exigências do capital financeiro internacional são, entretanto, assimétricos, à medida em que a confiança costuma se polarizar em torno a um conjunto privilegiado de divisas internacionais.<sup>206</sup> Os graus de confiança do capital financeiro internacional nas diversas divisas são diferentes, e diferentes graus de confiança conferem diferentes graus de autonomia para as políticas governamentais. Os graus de confiança nas moedas dependem dos riscos percebidos de desvalorização cambial, que, por sua vez, dependem da evolução recente da moeda nos mercados cambiais, da situação das contas de transações correntes do país, e do “capital de confiança” acumulado pelo governo junto à comunidade financeira transnacional, i.e., da confiança dos “mercados” na intenção do governo de defender o valor da moeda ainda que essa defesa exija a tomada de medidas recessivas potencialmente impopulares.

Como as expectativas coletivas quanto à qualidade da moeda dependem da “confiança” nas boas intenções dos governos, os *policy-makers* precisam construir, ao longo do tempo, o “capital de confiança” em suas intenções — praticando e arrogando sua intenção de continuar praticando sua capacidade de impôr medidas “austeras” a despeito de resistências políticas domésticas, sempre que a “credibilidade” no êxito das políticas fôr posta em dúvida nos mercados cambiais. Como, em larga medida, são as expectativas quanto à qualidade futura da moeda que conferem ou retiram, no presente, sua qualidade, e impõem aos governos as exigências de “austeridade” necessárias à preservação da “credibilidade” das políticas, os ministérios da área econômica precisam anunciar e sinalizar suas boas intenções — e, simultaneamente, realizar essas intenções com um grau de austeridade determinado pelo grau em que o “mercado” confia (ou desconfia) na moeda sob responsabilidade do governo. Em outras palavras, o grau de confiança na moeda, e o capital de confiança de um governo, determinam o grau em que suas políticas podem se afastar de medidas “austeras” (praticando políticas fiscais e políticas

---

<sup>206</sup> Ver Herr (1991).



monetárias mais expansivas, por exemplo), sem perder a “credibilidade” do mercado em tais políticas; determinam, em suma, os raios de manobra das políticas econômicas, em relação às exigências de “austeridade” que o capital financeiro internacional costuma impôr a países cuja moeda tem uma qualidade instável. Logo, uma organização assimétrica das qualidades relativas das divisas implica em raios assimétricos de manobra para as políticas econômicas nacionais.

A expansão da esfera de acumulação patrimonial a nível internacional aumentou a seletividade estrutural das políticas macroeconômicas factíveis, a nível global. Políticas macroeconômicas factíveis durante a “era dourada” passaram a ser vetadas pelo capital financeiro internacional, reorganizando as coalizões de interesses aos quais essas políticas passaram a se articular. Com efeito, as políticas macro, a nível global, não podem responder primordialmente aos destinos da valorização produtiva do capital, como era a regra durante a “era dourada” do capitalismo, mas são pressionadas a o fazer apenas na medida das margens de manobra roubadas da “austeridade” necessária para comprar a confiança do capital financeiro transnacional na moeda nacional. Atualmente, a própria expansão das aplicações em carteiras financeiras das grandes corporações transnacionais borrou algo da distinção nítida entre a fração produtiva e a fração financeira do grande capital, existente durante a “era dourada”. Isso não significa que diversas coalizões produtivistas nacionalizadas tenham sido substituídas por uma única coalizão financeira transnacionalizada, na gestão das políticas macro, a nível global; significa, sim, que as coalizões se tornaram mais “eccléticas” (em um arco de coalizões de interesses que se definem entre o produtivo, o comercial e o financeiro, e entre o regional e o global). Mas, sem ambigüidades, o grande capital transnacional avançou seus exércitos, acentuando as redes e os mecanismos de seu poder global — em detrimento de interesses (de posse de menores instrumentos de poder) incapazes de definir-se sem se confundir com o destino de regiões específicas.

Com efeito, pelo menos no que tange ao grande capital, não foi algo borrada, apenas, a distinção entre o produtivo, o comercial e o financeiro, mas, também, entre nacional e internacional. Antes da década de 1970, os interesses da valorização produtiva se distinguiam com maior clareza dos interesses voltados a atividades especulativas e, principalmente, dificilmente deixavam de se confundir com o destino de regiões específicas; posteriormente, o grande capital produtivo “multi-

territorializado” tendeu a “globalizar” suas operações, voltadas, entretanto, não só para a “trans-territorialização” da localização de suas plantas produtivas e suas operações comerciais (sob o comando de uma coordenação centralizada pelo “cérebro” das corporações), como, também, para a diversificação global das aplicações de suas volumosas (e crescentes) carteiras financeiras. Sua “deslocalização” (principalmente financeira, mas também produtiva e comercial), por sua vez, acentuou seus mecanismos de poder sobre os diversos Estados burgueses nacionais, seja quanto à gestão das políticas macroeconômicas, seja quanto aos embates em torno aos benefícios distribuídos pelas políticas industriais nacionais, em competição constante.<sup>207</sup>

Nas circunstâncias institucionais de liberdade de movimentação internacional de capitais, o sucesso das políticas econômicas passou a depender significativamente do grau de confiança nas moedas nacionais, enquanto meios seguros de denominação de patrimônios financeiros. A própria confiança nas moedas depende, igualmente, *das intenções manifestas pelos governos de defender suas moedas sem estabelecer controles de capitais, que reduzam a mobilidade internacional dos patrimônios financeiros aplicados em títulos, ou de lucros realizados pelas*

---

<sup>207</sup> A idéia de uma transformação das firmas “multi-domésticas” em firmas “globais” é de Porter (1986), cap.1. Para além da análise focalizada desse trabalho, que privilegia as políticas macro-econômicas, pode-se argumentar, com prudência, que as frações do capital produtivo que tendem a ser beneficiadas por políticas mercantilistas seletivas e excepcionais (setoriais) são aquelas capazes de mobilizar, ainda, lobbies estritamente regionais e/ou as articuladas com setores exportadores, em um contexto de competição internacional por parcelas dos mercados globais capazes de gerar empregos e, principalmente, sustentar a qualidade das moedas nacionais nos mercados cambiais. A globalização com regionalização dos investimentos diretos das grandes corporações industriais e comerciais, entretanto, acentuou, mundialmente, sua influência sobre as políticas industriais dos países nos quais seus investimentos são realizados, ou dos países nos quais seus investimentos podem vir a ser realizados. Para a noção de uma “nova diplomacia” internacional, criada sobre o impacto do aumento do poder de negociação direta das grandes corporações com os formuladores das políticas industriais nacionais, e da expansão das negociações e alianças entre as próprias corporações, a nível global, ver Stopford & Strange (1991), e Strange (1994). Para uma análise refinada de várias das dimensões desse processo de mundialização (com regionalização) do capital, ver Chesnais (1994). Diga-se de passagem, nesse contexto de competição por parcelas dos mercados globais capazes de melhorar a qualidade das moedas nacionais e aumentar as margens de manobra para expansões internas, as políticas industriais se tornam, também, *policies which beggar-thy-neighbor's money*. Nessas circunstâncias, países que apresentam uma limitadíssima capacidade de execução de políticas industriais ativas só conseguem participar da competição internacional pela qualidade relativa das moedas ao oferecerem incentivos especulativos especiais para a retenção temporária de ativos denominados em suas moedas e, ao mesmo tempo, praticando *policies which beggar my working class' salaries*, com políticas austeras. Adiante, discutir-se-á o caso dos “mercados emergentes” latino-americanos, nesses termos. Genericamente, pode-se afirmar que é a capacidade diferencial que têm os Estados burgueses de territorializar a riqueza, comprometendo-a por mais tempo com espaços nacionais de acumulação específicos ou, de outro lado, só conseguindo atraí-la com a oferta de poupadas taxas de juros internacionais, que estrutura e reproduz as assimetrias internacionais, na era da transnacionalização capitalista.

*corporações transnacionais, nos mercados nacionais.*<sup>208</sup> Obviamente, esse é um motivo porque tais restrições à mobilidade do capital não costumam ser erguidas unilateralmente, à medida em que a expansão dos investimentos externos de risco e de carteira estendeu a interpenetração patrimonial das burguesias, criando uma poderosa coalizão de interesses que atravessam fronteiras nacionais. Essa interpenetração patrimonial é, naturalmente, um óbice a declarações unilaterais de controle de capitais, pois as resistências (e as retaliações) às perdas que tais controles implicariam seriam intensas, e não restritas, apenas, a atores nacionais.

Sem a cooperação internacional para o estabelecimento generalizado de controles — em meio a novas coalizões globais de interesses, em meio a uma significativa alteração das coalizões políticas hegemônicas norte-americanas, ou em meio a uma devastadora crise financeira global — a decisão de impôr controles unilaterais pode significar a exclusão do país dos gigantescos circuitos de investimento dos grandes investidores individuais, institucionais e/ou corporações transnacionais, já que outros Estados burgueses concorrem pela alocação internacional da riqueza capitalista com a oferta de condições favoráveis para os investimentos — podendo, inclusive, oferecer maior liberdade para a operação dos departamentos financeiros das grandes corporações.<sup>209</sup>

Desse modo, uma coalizão de interesses transnacionais constituiu poderosos instrumentos de dissuasão mobilizados para a defesa de seus interesses, capazes de forçar adaptações competitivas dos marcos regulatórios nacionais oferecidos pelos Estados burgueses, exigindo a oferta de contextos institucionais favoráveis à

<sup>208</sup> Obviamente, essa é uma pressão desregulatória inerente ao processo de competição internacional por coagulações, nas moedas nacionais, dos circuitos globais de capitais — o que não significa que todos os países respondam a essas pressões da mesma maneira, com os mesmos graus, e com as mesmas medidas desregulatórias dos fluxos internacionais de capitais. Sabe-se que mesmo na América Latina há uma muito debatida exceção à abertura indiscriminada aos fluxos de hot money, i.e., o Chile, que, ao passar por um processo de desindustrialização na década de 70, encontrou novas formas de participação na economia internacional — significativamente, através do controle estatal das reservas nacionais de cobre.

<sup>209</sup> A dificuldade em encetar tais ações coletivas para bloquear a mobilidade internacional de capitais, tendo em vista a facilidade com que governos não-cooperativos podem levar vantagens com a oferta unilateral de liberdades para as transações internacionais de capitais, foi um dos motivos apontados por E. Helleiner (1994 a), cap. 9, para explicar a diferença nos ritmos de liberalização dos movimentos financeiros vis-à-vis as transações comerciais, no capitalismo global: para o comércio internacional, o difícil é encetar as ações coletivas necessárias para criar uma ordem aberta de comércio, enquanto que, para as transações financeiras, a dificuldade está em garantir uma ordem fechada, principalmente depois que o Estado americano iniciou o ciclo de desregulamentações competitivas dos sistemas financeiros no início da década de 80, forçando outros países a seguir seu unilateralismo “liberal”. O livro de Eric Helleiner (1994 a) segue a tradição inaugurada por Strange (1986), representando um ataque devastador à ideologia segundo a qual o desenvolvimento dos mercados globalizados foi um produto “derivado”, meramente, da lógica expansiva do capital ou, correlatamente, dos avanços nas tecnologias da informação, sem que conflitos políticos, decisões governamentais ou embates entre diferentes projetos influenciassem na definição dos caminhos que viriam a ser seguidos, com uma desproporcional influência dos governos norte-americanos, naturalmente, em tais embates.

mobilidade internacional de capitais e, assim, assegurando que os governos serão vigiados para não ousar imprimir políticas que ameacem a rentabilidade real de patrimônios financeiros e produtivos — através de desvalorizações cambiais que deflacionam lucros e patrimônios denominados em uma certa moeda nacional, mas que retiram parte do “capital de confiança” acumulado pelo governo.

Afinal, nessas circunstâncias de competição internacional, entre Estados burgueses, pela participação nos circuitos de valorização da riqueza capitalista transnacionalizada e, conseqüentemente, pela qualidade das moedas, é “racional” acumular um “capital de confiança” junto ao capital financeiro internacional — o grau em que a disciplina da credibilidade pressiona a autonomia das políticas econômicas nacionais depende desse “capital de confiança”. Quanto menor fôr a reputação do governo como protetor da rentabilidade dos patrimônios denominados em sua moeda, maior é a sensibilidade do capital financeiro internacional à possibilidade de que políticas econômicas pouco “austeras” sinalizem uma ameaça futura de desvalorização cambial. Menor será, portanto, o raio de manobra aberto para que esse governo fuja da “austeridade” monetária e fiscal sem ameaçar a qualidade de sua moeda.<sup>210</sup>

O principal fator estrutural responsável pela assimetria de riscos cambiais entre as divisas é a posição dos países na divisão internacional do trabalho. Há países cuja posição favorável na divisão internacional do trabalho lhes garante uma fortaleza cambial estrutural — são superavitários na balança de bens e serviços. A abundância de suas receitas correntes em divisas internacionais fortalece a qualidade de suas moedas — não surpreende que as taxas de câmbio de suas moedas colham os frutos da confiança nos mercados financeiros internacionais. Sendo assim, a posição estruturalmente favorável na conta de bens e serviços também ameniza efeitos desfavoráveis da mobilidade internacional de capitais: a confiança financeira internacional que suas moedas desfrutam diminui as “restrições externas” que as exigências de austeridade impõem à autonomia de suas políticas econômicas — mas

<sup>210</sup> Moedas tributárias de um menor risco de câmbio permitem que os governos responsáveis por sua conversibilidade consigam articular os interesses dos financistas internacionais com, por exemplo, taxas de juros menores que as que precisam ser pagas por governos que regulam moedas de menor qualidade. Menor o risco cambial de uma moeda, maior é o espaço para que a expansão creditícia doméstica se efetue sem afetar a qualidade da moeda — maior é o espaço de manobra para que um banco central possa regular a oferta estatal de reservas monetárias, diante dos quais os empréstimos bancários são redescontados, segundo objetivos domésticos — podendo liberar-se temporariamente da preocupação com a conversibilidade cambial. Para observações teóricas e empíricas a respeito de como o *brand-name capital* de um governo se relaciona com sua capacidade de executar expansões fiscais, não rapidamente bloqueadas por *credit crunches* e fugas de capital, ver Herr (1991).

sem conferir autonomia plena a essas políticas. Alemanha e Japão são os mais óbvios casos característicos dessa situação.

Por sua vez, os países estruturalmente deficitários na balança de bens e serviços amargam uma maior fragilidade da qualidade internacional de suas moedas. A qualidade de suas moedas depende de que seus déficits em transações correntes de bens e serviços sejam financiados por entradas de capital externo de cuja disponibilidade eles têm pouco controle, se algum. Logo, estes países são altamente dependentes da disponibilidade de liquidez internacional que as políticas dos países superavitários podem influenciar — positiva ou negativamente —, dos “estados de confiança” vigentes nos mercados financeiros internacionais e das oportunidades de investimento externo de risco e de carteira que seus espaços nacionais de acumulação de capital podem oferecer. Os “mercados emergentes” são casos típicos dessa situação.

Seja para o primeiro grupo de países, seja para o segundo, a dificuldade (assimétrica) em garantir a qualidade internacional das moedas foi acentuada depois que os EUA entraram em cena para competir ferrenhamente pela qualidade internacional de sua moeda, pela primeira vez no pós-guerra, entre 1979 e 1984.<sup>211</sup> O grosso da expansão da liquidez internacional durante a “era dourada” fundamentou-se na atitude lassiva dos governos americanos em relação aos déficits de suas contas externas. Desde o período das iniciativas de ajuda à reconstrução no imediato pós-guerra, até meados da década de 60, a expansão da liquidez internacional não fôra acompanhada por graves dúvidas coletivas a respeito da qualidade internacional do dólar. Quando, entretanto, a confiança coletiva no dólar começou a entrar em crise, os assessores da Casa Branca não hesitaram em subordinar a preservação da confiança à liberdade de expansão da liquidez internacional, associada ao financiamento dos déficits americanos. Assim, durante a maior parte da década de 70, as demais moedas podiam ganhar em qualidade à medida em que o dólar perdia a sua própria, mediante a transferência de fundos anteriormente denominados em dólar para outras divisas — e com a brutal expansão das operações do Euro-mercado possibilitada pelas lassivas políticas monetárias americanas.

---

<sup>211</sup> Há também um terceiro grupo de países, cujo poder de afetar as condições monetárias globais não é tão grande quanto a do primeiro grupo (Japão e Alemanha), mas cuja capacidade de se proteger das vicissitudes monetárias globais é maior que a do segundo (“os mercados emergentes”); ver Coutinho (1996), para uma análise sintética dessas três situações estruturais.

A acentuação da revolta dos financistas contra o dólar no final da década de 70, devidamente acompanhada pelo 2º Choque do Petróleo e a pela humilhação da política externa americana no Irã, entretanto, marcou e forçou o fim da resistência política dos governos americanos em competir contra as outras moedas a favor da recuperação da qualidade do dólar — como reserva por excelência de proteção da riqueza patrimonial capitalista global. A intensidade e a relativa rapidez com a qual o dólar se valorizou — em comparação ao longo período prévio em que os governos americanos negligenciaram (“benignamente”) a defesa da qualidade internacional de sua moeda — demonstraram que os EUA ainda podiam recuperar o “capital de confiança” perdido, junto ao capital financeiro internacional, com certa facilidade, desde que, no entanto, desfrutassem da oportunidade de *abrir fronteiras* oportunas de aplicação para o capital financeiro global, no interior do mercado americano.

Como discutido no capítulo anterior, o governo americano abriu essas fronteiras ao sinalizar sua intenção de valorizar o dólar a qualquer custo (lembre-se da famosa declaração de Paul Volcker, presidente do FED, de que sua política monetária se tornaria “monetarista”, prometendo polpudos ganhos patrimoniais para aqueles que fossem “racionalistas” o suficiente para transferir fundos para aplicações em dólar) e, obviamente, reforçando as promessas paupáveis de lucros especulativos com a brutal elevação das taxas de juros pagas pelos títulos da dívida pública americana — em tese, a aplicação patrimonial menos sujeita a riscos de default do mundo, ao contrário dos depósitos remunerados em bancos do Euromercado que expandiam, arriscadamente, empréstimos para países com uma tradição secular, até então esquecida, de decretação de moratórias.

Essa brutal reorientação das políticas monetárias americanas provocou a crise das dívidas externas dos países da periferia capitalista e do bloco socialista, e forçou uma reversão global de quaisquer políticas macroeconômicas orientadas para o crescimento, ao deteriorar brutalmente a qualidade das demais moedas nacionais. Se, durante a “era dourada”, as políticas americanas expandiam a liquidez internacional e aumentavam as margens de manobra dos demais países para conciliar políticas expansivas com a preservação relativa da qualidade de suas moedas, a entrada dos EUA na competição desigual pela qualidade internacional das divisas enxugou violentamente os excedentes financeiros globais para o interior do país. Com isso, os países periféricos amargaram a elevação do preço a pagar, em

termos de “austeridade” e “reformas”, para buscar, futuramente, restaurar a qualidade de suas moedas deterioradas — desde que conseguissem retornar à condição de “mercados emergentes”, oferecendo, a qualquer custo, novas oportunidades internacionalmente atraentes de investimento externo de risco e, principalmente, de carteira.

O modo como a recuperação da qualidade internacional do dólar se processou, entretanto, transformou os EUA, em menos de uma década, em uma economia fortemente devedora em relação ao resto do mundo, criando-lhe um déficit em contas correntes que agravaria a sangria estrutural de recursos para fora do país e a posição estrutural do dólar. Apesar da rápida deterioração da balança de transações correntes de bens e serviços, a entrada de capitais externos continuou valorizando o dólar mesmo depois da queda gradual das taxas de juros americanas, a partir do final de 1982. Depois de provar durante três anos da disciplina deflacionária exigida pelo capital financeiro internacional, o governo americano (ou melhor, seu banco central) havia recuperado uma grande reputação de defesa do valor de patrimônios denominados em dólar, e esse capital de confiança lhe permitia executar políticas menos austeras sem que a qualidade do dólar, como moeda de reserva patrimonial, fosse ameaçada. Afinal, o capital financeiro internacional fôra levado a acreditar, graças ao aproveitamento da onda favorável de ganhos especulativos sinalizados ex-ante pelo FED, a partir de 1979, que as políticas econômicas americanas, finalmente, seguiriam uma regra de preservação da estabilidade externa da moeda, a exemplo da boa tradição anglo-saxã, ainda que isso significasse algumas doses conjunturais de austeridade. Amarga ilusão: a partir de 1985, como se sabe, acossado por uma coalizão de interesses protecionistas articulados ao Congresso, às agências federais e ao financiamento das campanhas eleitorais do Partido Republicano, o governo americano voltou a se embater a favor da desvalorização administrada do dólar. Nada mais característico dessa reversão de prioridades do que a substituição de Donald Regan (um ex-agente financeiro em Wall Street, isto é, um homem da confiança do “mercado”) por James Baker, no cargo de Secretário do Tesouro americano.<sup>212</sup>

Como não poderia deixar de ser, essa reversão de promessas até um pouco antes sustentadas nas declarações de influentes membros do governo (lembre-se, por

---

<sup>212</sup> Ver Destler e Henning (1989), cap. 3.

exemplo, dos discursos da campanha de reeleição do presidente Reagan, que exaltavam a valorização do dólar como uma prova e um símbolo claros da restauração do poderio internacional americano) trouxe, consigo, uma nova deterioração da confiança desfrutada pelo governo americano junto aos proprietários de patrimônios financeiros denominados em dólar. De 1985 a 1987, o “capital de confiança” acumulado graças à “aventura monetarista” entre 1979 e 1982 deu mostras de ter sido diminuído: ficara claro que, a despeito da resistência do bastião de austeridade monetária representado pelo FED, o governo americano respondia a uma coalizão de interesses mais ampla do que, meramente, a dos portadores de títulos denominados em dólar — apesar do poderoso instrumento de retaliação que o capital financeiro internacional passou a reter: o veto sobre as condições de financiamento oferecidas para a rolagem da dívida pública americana, e dos déficits gêmeos americanos, o orçamentário e o de transações correntes.

A questão em conflito está em que, como qualquer devedor endividado em sua própria moeda, o governo americano pode ser tentado a reduzir o valor patrimonial de seu débito através da permissividade com a inflação e a desvalorização da moeda na qual o débito é denominado — o dólar. Isso chega a ser até provável, sempre que o pagamento de uma gigantesca dívida pública traz consigo a necessidade de redução de outros itens de gasto fiscal, exigindo uma penosa distribuição de perdas. Logo, dispôr de meios sutis de desvalorização arbitrária da dívida pública é uma tentação que um governo dificilmente deixa de aproveitar, a não ser que uma tremenda revolta dos proprietários de patrimônios financeiros provoque uma tal desqualificação da moeda em questão, que o “feitiço se volte contra o feiticeiro”, i.e., que o governo sofra uma redução brutal dos raios de manobra para suas políticas macroeconômicas, mediante a ocorrência de *decredit crunchs* e fugas de capital massivas. Se o governo, inversamente, dispuser de um “capital de confiança” acumulado junto aos portadores de patrimônios denominados em sua moeda, ele pode ser tentado a explorar o raio de manobra conferido por esse capital para executar políticas que lhe permitam desvalorizar moderadamente a dívida pública, sem provocar, não obstante, uma crise descontrolada de sua moeda. Se esse governo, ainda por cima, estiver amparado pela cooperação de outros governos com o objetivo comum de evitar uma crise descontrolada do valor externo de sua moeda, a tentação para que explore a



possibilidade de desvalorizar seus débitos é ainda maior. Se não houver, na história do capitalismo, mais de um governo que tenha usufruído de todas essas condições favoráveis para a desvalorização arbitrária de sua dívida pública, um governo que certamente usufruiu dessas condições foi o governo americano, entre 1985 e 1987.

Entre 1985 e 1987, os EUA conseguiram desvalorizar o dólar sem provocar uma interrupção do ciclo de crescimento que experimentavam desde 1983, graças ao “capital de confiança” que haviam acumulado anteriormente e à cooperação do G-3 na desvalorização administrada da moeda americana.<sup>213</sup> Como a dívida pública americana é denominada em dólares, a política cambial americana é, também, uma política de gestão do endividamento — e uma fonte de conflito de interesses. Da mesma forma como interesses exportadores ou empresas territorializadas nos EUA se beneficiam com a elevação de sua competitividade comercial internacional implícita em uma desvalorização do dólar, principalmente se tiverem dívidas denominadas em dólar — como tem o governo americano —, os portadores de patrimônios financeiros aplicados em títulos, ações, hipotecas etc. nos mercados americanos, por sua vez, amargam uma desvalorização de seu patrimônio sempre que o dólar é desvalorizado.

Essa coalizão de credores e especuladores, no entanto, passou a possuir, na década de 1980, um poderoso instrumento de defesa de seus interesses, que possuía de forma muito mais limitada na década de 1970. A acumulação de um volume gigantesco de riqueza patrimonial aplicada na dívida pública americana (assim como no mercado acionário, hipotecário, etc.) fortaleceu um lobby financeiro manifestadamente favorável a políticas econômicas “austeras” para proteger seus patrimônios; e que, por outro lado, através da saída para outras moedas, e da exigência de maiores juros reais para reter os títulos da gigantesca e crescente dívida

---

<sup>213</sup> É claro, entretanto, que a mudança de orientação da política cambial americana não deixou de provocar instabilidades financeiras domésticas que ameaçaram a continuidade da expansão. Como discutido no item anterior, no segundo semestre de 1987, a declaração do Secretário James Baker, em meio às crescentes escaramuças entre o G-3 a respeito da desvalorização do dólar, de que as taxas de juros domésticas não seriam aumentadas para competir com a elevação japonesa e alemã (ainda que isso fosse necessário para defender o valor externo do dólar), foi um dos motivos do estouro da bolha especulativa no mercado acionário americano — provocando o *crash* global dos mercados acionários em 19 de outubro de 1987, à medida em que o grosso do mercado respondeu à declaração de Baker buscando liquidar ações denominadas em dólar, para evitar prováveis perdas patrimoniais. O ânimo baixista em Wall Street foi reforçado pela difusão dos mecanismos de venda computadorizada automática de ações quando os preços alcançassem certos valores mínimos (os softwares de *stop-loss*); sem uma rápida operação de saneamento financeiro organizada pelo FED, as perdas patrimoniais computadorizadas poderiam ter levado a crises mais graves nos mercados “reais” — afinal, os mercados não-virtuais não deixam de ser afetados pelo que acontece na economia virtual. De todo modo, a expansão não foi estorvada, pelo menos até o início da década de 1990, por um *credit crunch* comparável ao verificado ao final da década de 70, quando a baixa reputação do governo americano, junto aos interesses financeiros, não era suficientemente contrarrestada pela confiança acumulada por seu banco central, e por promessas de cooperação dos demais governos do G-3.

pública americana, dispõe de um imenso poder estrutural para fazer valer seus interesses.<sup>214</sup>

A partir de 1985, a reversão da política americana em relação ao dólar trouxe uma nova deterioração da confiança desfrutada pelo governo americano junto aos proprietários de patrimônios financeiros e, como seria de se esperar, uma nova revolta dos financistas contra a moeda americana. É do agravamento da perda do “capital de confiança” dos governos americanos trazida por sucessivos afastamentos de sua conduta, em relação às políticas que preservariam os interesses dos portadores de riqueza financeira denominada em dólares, que se alimenta a redução de suas margens de manobra para realizar, futuramente, políticas que se afastem, ainda que moderadamente, das exigências de “austeridade” que o capital financeiro transnacional costuma impôr a países cuja moeda tem uma qualidade excessivamente instável.

A redução das margens de manobra do governo americano de fugir, ainda que moderadamente, das exigências de austeridade monetária e orçamentária sem provocar uma desconfiança desproporcional quanto a suas intenções quanto ao valor futuro do dólar, vêm se manifestando cada vez com maior clareza a partir de 1987. Afinal, depois da frustração das expectativas financeiras privadas quanto à boa conduta americana, tornou-se mais fácil acreditar que o governo americano poderia, sem uma forte vigilância dos mercados capaz de manter suas políticas econômicas sob “rédea curta”, voltar a ser tentado a reduzir o valor patrimonial de seu débito — através da permissividade com a inflação e a desvalorização da moeda na qual a dívida pública é denominada, o dólar. Em outras palavras, diminuiu o “capital de confiança” dos governos americanos junto aos interesses capazes de conferir raios de manobra extras na condução das políticas macroeconômicas — ou, inversamente, retirar esses raios de manobra, mediante *credit crunchs* e fugas de capital.

---

<sup>214</sup> Note-se, entretanto, que essa coalizão não é formada apenas por capitalistas, em um sentido estrito; afinal, uma grande parcela da classe média americana, assim como setores dos trabalhadores mais bem pagos, passou a incorporar o espírito do *rentier*, à medida em que o fim da “era dourada” assistiu a um crescimento do patrimônio financeiro de pequenos e médios poupadores, e, principalmente, dos fundos de previdência privada, administradores de volumosas e crescentes carteiras financeiras. Para que se tenha idéia da expansão do poder de mobilização de recursos dos fundos de pensão e outros “investidores institucionais” (companhias de seguro etc.), note-se que “os ativos totais das 300 maiores investidores institucionais norte-americanos ultrapassaram a marca de 110% do PIB em 1993 (totalizando US\$ 7,3 trilhões). Em 1975, estes investidores possuíam US\$ 535 bilhões, o que significava 30% do PIB dos EUA”: Coutinho (1995), p. 24. Obviamente, as instabilidades do dólar fizeram com que esses fundos diversificassem seus gigantescos portfólios internacionalmente, com uma forte presença nos mercados cambiais e na compra de títulos de dívidas públicas em outros países; como, não obstante, a parcela das aplicações em ativos domésticos ainda é predominante, ainda há um grande espaço de expansão das operações transnacionalizadas desses “investidores institucionais”, a serviço dos interesses das classes médias americanas.

Depois do Acordo do Louvre, como se sabe, o G-3 negociou e sinalizou o objetivo comum de estabilizar o valor do dólar, sem conseguir reverter a brutal desconfiança quanto à qualidade dessa moeda, e quanto aos sacrifícios que o governo americano estaria disposto a amargar, para conseguir comprar a credibilidade do mercado no sucesso de sua política. Com efeito, à medida em que sucessivos governos americanos perdiam o capital de confiança junto aos “mercados”, e à medida em que a economia americana se tornava uma economia fortemente devedora em relação ao exterior, aumentava a austeridade que os mercados estariam dispostos a cobrar, para acreditar na qualidade futura do dólar.

Nessas circunstâncias, a crise do caráter “benigno” que, durante a “era dourada”, os EUA tiveram para o fornecimento abundante de liquidez internacional, parece ter se acentuado depois de 1987 — a despeito do surgimento de “mercados emergentes” capazes de reabsorver capitais externos, na década de 1990. A natureza estrutural do déficit americano de transações correntes (graças à posição devedora líquida em relação ao exterior), e a deterioração do capital de confiança de seus governos, vêm restringindo sua capacidade de liberar, aos demais Estados, condições favoráveis à manutenção da qualidade de suas moedas.

Isso acontece porque, a despeito da perda de qualidade do dólar, não parece ter surgido qualquer moeda capaz de, rapidamente, assumir o papel de reserva de denominação por excelência das transações internacionais; vive-se, ao contrário, em um período de competição entre divisas pelo papel de moeda internacional, sem que o dólar, entretanto, tenha perdido sua primazia como moeda na qual a maioria das receitas realizadas em transações internacionais são contabilizadas. Graças a esse papel ainda preservado pelo dólar, os governos americanos também preservam a capacidade de reverter especulações contra o dólar sempre que queiram, ou melhor, *sempre que as condições políticas domésticas lhes permitirem pagar os preços crescentes que lhe são cobrados pelo capital financeiro internacional, em termos de austeridade, em troca da qualidade do dólar*. Como o privilégio de reter a moeda na qual a maioria das transações internacionais são denominadas é exclusivo dos governos americanos, nenhum outro governo desfruta da capacidade de reverter especulações contra a qualidade de sua moeda de uma maneira autônoma, *i.e., independentemente das políticas que estiverem sendo conduzidas pelos governos americanos*.

Graças a essa assimetria, o capitalismo global, a partir da década de 90, passou a viver sob o signo da alternância de micro-ciclos de expansão e contração, ao sabor da brutal volatilidade dos estados de confiança em relação ao dólar. Esses micro-ciclos se exercem à maneira do ritmo de *stop-go* característico da economia inglesa, no pós-guerra, durante a história do fracasso da tentativa política de preservar o papel da libra esterlina como moeda-reserva internacional, analisada no capítulo III. Mas enquanto a Grã-Bretanha, no pós-guerra, já deixara de ser o coração segundo o qual os ciclos econômicos mundiais pulsavam, os EUA são cada vez mais o coração dos ciclos da economia mundial criada pela interpenetração patrimonial das burguesias transnacionais.

Nos EUA, curtos ciclos de expansão tendem a ser rapidamente bloqueados pelo surgimento de *credit crunches*, que interrompem a expansão através de restrições relativas a novos financiamentos em dólar, aumentos das taxas nominais para garantir juros reais e, obviamente, especulações contra o dólar nos mercados cambiais. Com efeito, os micro-ciclos de expansão e contração são dominados por uma dinâmica financeira: são ciclos curtos de expansão e contração do crédito, com recorrentes elevações das taxas de juros motivadas pela perspectiva de desvalorização da moeda, à medida em que se antecipa que o auge das moderadas expansões irá de encontro à fragilidade da posição externa da economia americana — agravando a qualidade do dólar, prometendo ganhos patrimoniais aos que especulem contra ele e perdas patrimoniais aos que insistirem em reter títulos nele denominados.

A probabilidade de que os EUA voltem a desfrutar de um ciclo mais longo de expansão do crédito, como o verificado entre 1983 e 1989, foi reduzida pelo modo como o capital de confiança acumulado pelo 1º governo Reagan, junto ao capital financeiro internacional, foi explorado e dilapidado, a partir de 1985. Desse modo, a capacidade americana de ofertar um contexto internacional favorável para a preservação da qualidade das demais moedas, sem excessivas dores da austeridade, também foi reduzida, à medida em que a coalizão de interesses financeiros transnacionais, sempre alerta na defesa do valor real de seus patrimônios denominados em dólar, acelerou a prontidão da retaliação contra políticas que ameacem seus interesses. A desconfiança financeira quanto às políticas americanas torna muito improvável a repetição do mix câmbio-juros-fisco verificado durante a

experiência do 1º governo Reagan, quando a qualidade acumulada pelo dólar entre 1979 e 1982 permitira executar políticas expansivas e valorizar o dólar até 1985 — a despeito do agravamento dos “determinantes cambiais fundamentais” da economia americana, isto é, apesar dos crescentes déficits orçamentário e de transações correntes, e da redução das taxas de juros domésticas.<sup>215</sup>

Logo, a perda do capital de confiança no dólar retirou raios de manobra para que os governos americanos possam praticar políticas pouco austeras sem provocar *credit crunches* e fugas de capital que, rapidamente, encurtam as possibilidades e o fôlego das expansões econômicas americana e, naturalmente, mundial. Afinal, quanto menor fôr a reputação do governo como protetor da rentabilidade dos patrimônios denominados em sua moeda, maior é a sensibilidade do capital financeiro internacional à possibilidade de que políticas econômicas pouco “austeras” sinalizem uma ameaça futura de desvalorização cambial. Nessas circunstâncias, mesmo os governos americanos passaram a ser forçados, para sustentar a credibilidade de suas políticas junto aos “mercados”, a executar políticas adequadamente “moderadas” (quando não abertamente austeras), já que políticas “arriscadas”, que tentem sinalizar com perspectivas de “crescimento em demasia”, podem criar um estado de ânimo exatamente inverso ao desejado, nos “mercados globais” — à medida em que podem excitar os temores justificados dos portadores de patrimônios denominados em dólar e, assim, fazer com que as profecias pessimistas dos financistas dolarizados amedontrados (e revoltados) auto-realizem suas previsões.

Se o governo americano passou a sofrer tamanhos vetos a políticas econômicas que se afastam da austeridade, esses vetos são multiplicados para os países que, como os EUA, possuam uma posição devedora em relação ao resto do mundo, mas que não podem desfrutar da condição privilegiada dos governos americanos, emissores da moeda de maior curso internacional. Nas condições impostas pela competição internacional pela qualidade das moedas, os países

---

<sup>215</sup> Hansjörg Herr (1991) sugeriu que os fundamentals que determinam as taxas de câmbio não podem ser encontrados diretamente no estado presente da conta corrente ou nos estilos específicos de políticas monetárias e fiscais que sejam adotadas nos diversos países; a principal “mediação expectativacional” mediante a qual esses dados são filtrados, para determinar a preferência que os agentes manifestam pelas diversas moedas e, portanto, por sua compra ou venda, é a do “grau de confiança” em que as políticas econômica dos respectivos países sacrificarão, ou não, quaisquer outros objetivos, sempre que a estabilidade cambial fôr ameaçada por uma crise de confiança. Mas não para todos os países, sempre: há condições estruturais que facilitam, ou não, a tarefa de sustentação da qualidade das moedas, principalmente quando os países que desfrutam de melhores qualidades de suas moedas executam políticas destinadas a atrair capitais.

endividados da assim chamada periferia capitalista — em expansão depois de 1989, a partir da incorporação, a essa periferia, do leste europeu — competem de forma desigual, em posição muito mais fragilizada do que, por exemplo, durante a “era dourada”. Para eles, a pressão por políticas econômicas cuja capacidade de preservar a qualidade de suas moedas seja crível — que lhes é imposta pelo capital financeiro transnacional e pelos organismos “multilaterais” (o FMI e o Banco Mundial) —, só em condições muito excepcionais lhes permite que possam ser afastar da “austeridade” em direção à “moderação”, na gestão das políticas econômicas, i.e., que desfrutem de algum grau de crescimento econômico.

Com efeito, em que condições excepcionais os governos de países endividados internacionalmente, com brutais déficits estruturais em suas contas correntes (derivados de suas grandes dívidas externas e de sua posição subordinada na divisão internacional do trabalho), podem desfrutar de confiança transnacional quanto à preservação da qualidade de suas moedas? Como seus governos podem oferecer, pelo menos a médio prazo, condições favoráveis a expectativas de valorização continuada de patrimônios financeiros internacionais a serem denominados em suas moedas, ou emprestados, em termos de alguma moeda-reserva, para agentes que farão aplicações em seus mercados emergentes nacionais — se há uma brutal pressão estrutural pela desvalorização cambial (e pela conseqüente deflação dos patrimônios) representada por seus déficits estruturais em transações correntes?

No que tange aos países latino-americanos, duas condições foram (e continuam sendo) necessárias, a partir do início da década de 1990, para que a qualidade de suas deterioradas moedas pudesse ser (e possa continuar sendo) restaurada, ainda que temporariamente. A primeira, que lhes é externa, é que os EUA não estejam sofrendo, eles próprios, uma crise de confiança na qualidade do dólar, i.e., que um “crescimento excessivo” da economia americana não seja interpretado pelos “mercados globais” como um sinal de que patrimônios denominados em dólar podem ser ameaçados por variações cambiais imprevistas e, portanto, precisem ser defendidos por uma elevação interna das taxas de juros. Afinal, sempre que as taxas de juros americanas são elevadas, aumentam as dificuldades de preservação da qualidade das demais moedas, principalmente para aquelas, como é típico dos “mercados emergentes” latino-americanos, que precisem ser sustentadas pela atração continuada de capitais internacionais. Como os ciclos de

expansão da confiança no dólar se tornaram mais curtos, mais curtas e mais instáveis são as condições externas favoráveis para que os “mercados emergentes” não voltem a submergir.

A segunda condição para que esses países desfrutem de moedas estáveis é que a pressão de deterioração estrutural da qualidade externa de suas moedas, trazida por seus déficits estruturais em conta corrente, seja compensada pela entrada de novos financiamentos externos, “equilibrando” o balanço de pagamentos através da conta de capitais. Aproveitando conjunturas internacionais em que não haja grande absorção de capitais pelos maiores mercados, esses países podem entrar na competição internacional pela qualidade das moedas ao abrirem fronteiras tão rentáveis de valorização dos excedentes financeiros globais, que revertam os medos coletivos de que esses excedentes possam ser deflacionados — ao se comprometerem direta ou indiretamente com o financiamento de patrimônios cuja valorização se confunda, ainda que temporariamente, com o destino incerto de tais moedas.

Não obstante essa forma encontrada para “equilibrar” as contas externas (e até de acumular um volume “confiável” de reservas), a qualidade estrutural das moedas dos “mercados emergentes” tende a ser deteriorada pela acentuação da posição devedora dos países nos quais esses mercados residuais se localizam, da mesma maneira como a posição externa do dólar foi estruturalmente debilitada pela transformação da economia americana em uma economia fortemente devedora em relação ao exterior, na década de 80 — mas do alto da posse de recursos de poder muito superiores aos jamais acumulados pelos “mercados emergentes”, e estando longe de ser um mercado meramente residual, ou de moeda meramente residual.

Com efeito, a forma encontrada pelos “mercados emergentes” latino-americanos para “equilibrar” suas contas externas e “proteger” o destino residual de suas moedas não é sustentável ao longo do tempo, pelos mesmos motivos pelos quais esses países, um dia, encontraram, residualmente, uma oportunidade de atrair capitais voláteis para “fortalecer” a qualidade de suas moedas. Toda e qualquer bolha especulativa se alimenta dos sinais que os especuladores buscam, no interior dos próprios mercados em que especulam, a respeito das opiniões coletivas que estejam vigorando nesses mercados; no entanto, particularmente nos mercados cambiais, os estados de ânimo coletivo vigentes nos mercados especulativos não se alimentam apenas do auto-referenciamento das opiniões dos especuladores, uns em relação aos

outros. O tamanho da fase de auto-esgarçamento de uma bolha especulativa, antes que ocorra a reversão da convenção coletiva que orientara o instinto de manada dos investidores em direção à compra do ativo que certamente se valorizaria, depende, obviamente, da evolução da conta corrente do país responsável pela conversibilidade da moeda na qual os ativos especulativos são direta ou indiretamente denominados. Como a taxa de câmbio não é um preço especulativo qualquer, mas regula a totalidade das relações econômicas do país em relação ao exterior, os especuladores tem um estado de confiança na manutenção da convenção altista na conta capital altamente influenciado pela avaliação da evolução da situação da conta corrente. Se os resultados da conta corrente estiverem se agravando, é provável que um número cada vez maior de investidores se torne muito mais sensível à hipótese de liquidar suas posições diretas ou indiretas em ativos denominados na moeda em questão, repatriando seus capitais para o seu verdadeiro lar, i.e., outros mercados especulativos globais.

As estratégias dos “mercados emergentes” latino-americanos para restaurar a “qualidade” internacional de suas moedas provocaram invariavelmente agravamentos substanciais de suas contas de transações correntes de bens e serviços, não apenas pelo aprofundamento de sua posição devedora de serviços financeiros (juros, lucros e dividendos devidos a não-residentes), como também pela deterioração de suas balanças comerciais. Isto é, não apenas a conta do pagamento dos serviços de uma crescente dívida com o exterior, mas todas as duas principais contas do balanço de transações correntes foram agravadas pelas bolhas especulativas que passaram a inchar, na década de 1990, a conta de capital de seus balanços de pagamentos.

Acontece que as estratégias latino-americanas de atração de capitais externos estiveram associadas a programas de estabilização inflacionária geral e inequivocamente ancorados em uma prévia absorção de capitais especulativos e/ou em uma acumulação das receitas de superávits comerciais forçados por políticas domésticas recessivas e brutais transferências de incentivos para os setores exportadores. Isso lhes propiciara uma acumulação de reservas externas tal que poderia tornar críveis as promessas de súbito estancamento da desvalorização externa de suas moedas e, portanto, tanto de redução dos níveis domésticos de inflação, quanto de menores ameaças de perda patrimonial aos capitais globais que



estivessem dispostos a se comprometer, direta ou indiretamente, com a valorização propiciada pelo anunciado inchamento especulativo dos ativos denominados nas moedas em questão.

Como o estancamento das desvalorizações cambiais, e às vezes até a revalorização das moedas, foram acompanhadas por movimentos inflacionários residuais e por aberturas comerciais, essa forma extremamente especulativa de participação na competição pela qualidade internacional das moedas enfraqueceu a competitividade comercial das empresas que exportam desde bases latino-americanas. A recuperação do crédito doméstico e a menor deterioração dos salários reais de base, por sua vez, como sempre acontece em processos súbitos de queda da inflação, tendem a promover um ciclo expansivo, que acelera a demanda por bens importados trazida pela valorização real do câmbio e pela abertura comercial — agravando a situação da balança comercial.

Por sua vez, liberados subitamente das restrições externas que os acompanharam durante toda a década de 1980, os governos latino-americanos passaram a desfrutar da lua de mel com o capital especulativo global que havia anteriormente, quase tão subitamente quanto repôs, retirado a legitimidade internacional e doméstica de sua moeda. Como, desde que unidos em um rebanho especulativo que reforce, ainda que temporariamente, a qualidade das moedas dos países em questão, esses interesses especulativos são capazes de conferir raios de manobra extras na condução das políticas macroeconômicas, todos os governos dos Estados burgueses da região que desfrutaram do inchaço das bolhas especulativas puderam, inicialmente, reverter suas políticas recessivas, gozando da popularidade que a queda da inflação, a retomada da expansão e a enxurrada de importados lhes conferiria. Afinal, a aceitação popular ativa da “nova direita” latino-americana é condição necessária para que as bolhas especulativas não murchem rapidamente. Com efeito, a popularidade do governo é condição necessária para poder vender aos mercados globais a imagem de que não há oposição capaz de ameaçar a continuidade

das “reformas estruturais” implementadas.<sup>216</sup>

Como, ainda por cima, esses países apresentam uma limitadíssima capacidade de execução de políticas industriais ativas, conseguem participar apenas de forma muito limitada da acirrada competição pelas parcelas mais dinâmicas dos mercados globais, sendo, portanto, limitada a sua participação, por essa via, na competição internacional pela qualidade das moedas — ironicamente, de uma forma muito similar ao caso britânico do pós-guerra, mas também a partir da posse de mecanismos de poder e de uma aceitação internacional da moeda muito menores do que jamais foram os britânicos. Dessa maneira, incapazes de reverter a frágil situação estrutural de suas contas correntes através de uma reorganização, a seu favor, de toda a divisão internacional do trabalho, reproduz-se a necessidade de que continuem oferecendo incentivos especulativos especiais para a retenção temporária de suas moedas, implicando em um endividamento crescente, a termos crescentemente desfavoráveis. Ao longo desse caminho inevitável até a próxima crise cambial, a bolha especulativa vai gradualmente esgarçando suas condições de possibilidade, à medida em que vai se agravando ainda mais a situação estrutural do balanço de transações correntes, e os próprios estoques das dívidas anteriores vão

---

<sup>216</sup> Há uma formulação lapidar a respeito da produção política e midiática de uma imagem de “consenso” nacional, a ser vendida para acalmar aplicadores e analistas de risco que avaliam possibilidades políticas de decretação de controles à mobilidade de seus capitais, ou de moratórias soberanamente decretadas por novos governos efeitos no bojo da oposição popular às “reformas” — no caso da perda de popularidade dos governos fiéis “aos mercados”. Apesar da longa citação, vale a pena citar a formulação de autoria de Fiori (1995): “Para entender as reformas, há que se separar, em primeiro lugar, o seu núcleo econômico e, em segundo lugar, distinguir e hierarquizar ali o que foi realmente decisivo: a desregulamentação dos mercados financeiros e a abertura comercial e bancária das economias. O restante — a quebra dos monopólios estatais e as privatizações — ocorreu depois dos sucessos iniciais e não tem conseguido estabilizar, nem de longe, uma situação de desequilíbrio fiscal e tampouco destanchar uma onda privada de investimentos produtivos. É por isso que se pode dizer que esse segundo grupo de reformas (também chamadas de constitucionais) inscreve-se num outro campo, o das iniciativas destinadas a estabilizar as expectativas dos investidores convencendo-os da firme decisão privatista dos governantes. Todas elas buscam reforçar o movimento inicial dos capitais, difundindo uma imagem externa da confiabilidade e solidez inabalável do que Edgar Boeninger, consultor do Banco Mundial, chamou de um *enabling economic environment*: a certeza de que nem as novas regras econômicas nem as decisões políticas liberalizantes serão alteradas. Como o que interessa aqui é assegurar os horizontes futuros dos investidores, é aqui também que assume uma enorme importância tática a difusão de uma imagem de consenso nacional. Por quê? Porque ela suprime a idéia e a possibilidade de um sistema político-partidário competitivo onde a alternância no poder pudesse levantar dúvidas sobre a continuidade da nova estratégia... Por isso, também, a mídia usa hoje, invariavelmente, uma linguagem eufórica e esconde os fatos menos auspiciosos do ponto de vista dos investidores externos. E os próprios institutos de pesquisa destinados a produzir e difundir os dados reais sobre a conjuntura, deixam de ser informantes confiáveis para participar deste esforço coletivo de maquiagem nacional. Como consequência, o que fora um consenso inicial e compreensível produzido pela euforia dos primeiros resultados, vai sendo substituído por um trabalho de eliminação ativa e consciente — pela via do cerceamento e distorção das informações — de toda a possibilidade de oposição. Neste quadro, o próprio dissenso, essencial à vida democrática, acaba sendo desqualificado como catastrofismo e vai se transformando, nesta guerra de sombras e expectativas entre países e regiões, numa espécie de moderníssimo crime de lesa-pátria. Foi esta nova realidade que transformou, aliás, os presidentes desses países numa espécie de caixeiros-viajantes que passeiam seu sorriso otimista pelo mundo tentando vender a credibilidade de suas próprias economias, numa disputa milimétrica pela confiança dos analistas de risco.” Espero que essa dissertação não seja considerada um crime de lesa-pátria, se chegar em mãos de alguns dos cientistas, sociais ou técnicos, que assessoram (ou sonham assessorar) nosso caixeiro-viajante.

exigindo novas acumulações de dívidas, e assim sucessivamente.

A rapidez com a qual essa dialética explosiva estoura a bolha especulativa na conta de capitais, entretanto, não depende, obviamente, apenas do grau de convencimento que os discursos e sorrisos dos caixeiros-viajantes dos governos latino-americanos conseguem comprar internacionalmente.<sup>217</sup> Sempre que o dólar passar por uma crise da confiança mercantil na estabilidade de seu valor, o que não é mais nada incomum, a austeridade que o capital financeiro internacional impõe ao governo americano de plantão aumenta, também, a austeridade cobrada das políticas econômicas *worldwide* — ao aumentar globalmente o patamar médio das taxas de juros.

Os custos pagos por cada país em cada ciclo de elevação global da austeridade são distribuídos assimetricamente, segundo as dívidas externa e pública acumuladas; o grau de maturação e volatilidade do financiamento dessas dívidas; a situação de suas contas de transações correntes (e a conseqüente reversão das convenções especulativas que grandes déficits ajudam a produzir); e, finalmente, segundo o grau de autonomia e independência que seus *policy-makers* (ancorados na popularidade que seus líderes carismáticos ainda podem perder) possuem e arrogam possuir, tentando acalmar a inevitável inquietação dos mercados redobrando a promessa de que serão capazes de, sempre que a exigência de preservação da credibilidade no sucesso da política econômica faça necessário, elevar a austeridade com a qual essas políticas são “geridas” — a despeito de quaisquer resistências políticas internas. Com efeito, quanto mais “independência” desfrutar o banco central, e quanto maior fôr a concentração de poderes nos *technopols* do Tesouro — mais crível é a promessa de que as taxas de juros serão elevadas sempre que houver a necessidade, que gastos públicos serão contidos, e que patrimônios produtivos estatais, privatizados. Isto é, maior é a promessa de que será feito de tudo para produzir superávits primários que melhor garantam o pagamento dos serviços cumulativamente crescentes das dívidas externa e pública — tornando seus títulos internacionalmente atraentes ou, pelo menos, diminuindo sua acelerada perda de qualidade como reserva

---

<sup>217</sup> Ou, inversamente, do grau de esquizofrenia e/ou cinismo que os analistas de risco das consultorias financeiras internacionais conseguem perceber por trás dos sorrisos eufóricos desses caixeiros-viajantes.

Independente do sucesso com o qual cada governo consegue vencer as resistências à sua renovada austeridade, a acumulação de uma posição devedora crescente vai aumentando a volatilidade do “capital de confiança” de suas políticas junto ao capital financeiro internacional — principalmente a cada ciclo em que as taxas de juros dos títulos da dívida norte-americana sejam forçadas à elevação nos mercados globais de capitais —, piorando estruturalmente a qualidade de suas moedas residuais, e esgarçando ao limite da ruptura o ciclo prévio de expansão da demanda especulativa por títulos nela denominados. Como a retomada de novas aplicações financeiras internacionais havia tomado a forma de compras de bônus oferecidos, em dólar, pelas maiores de suas empresas e bancos residentes — ou mesmo pelo governo — e, denominados diretamente nas moedas emergentes, na forma de especulações nos mercados acionários e, primordialmente, compra dos títulos de dívida pública do mais líquido prazo de maturação possível, a ameaça de desvalorização cambial ameaça, com perdas patrimoniais, todos esses tipos de aplicação.<sup>219</sup> Nessas circunstâncias, os juros a serem pagos para tentar preservar a confiança dos investidores tornam explosivo o crescimento puramente financeiro dos estoques e dos serviços da dívida pública — não havendo nem autonomia *technopol* que consiga gerar um superávit primário para pagá-la, ou, nem de longe, patrimônios estatais privatizáveis do tamanho necessário para compensá-la —, e tendem a aumentar as resistências domésticas às crescentes austeridades.<sup>220</sup>

Logo: 1) o crescimento da posição devedora dos países latino-americanos que abrigam “mercados emergentes” — endividamento inerente aos incentivos especulativos especiais que esses países precisam oferecer para participar

<sup>218</sup> É durante os ciclos recorrentes de elevação das taxas de juros americanas, e dos títulos da dívida pública americana, que os governos dos países periféricos precisam se esforçar para anunciar, para que todos os mercados emergentes ouçam, novas manipulações orçamentárias; novas elevações das taxas de juros; novas contenções de gasto; novas emissões de títulos da dívida pública (a maiores taxas de juros); novas listas de empresas privatizáveis; novos índices de desemprego; novas greves escorraçadas; novos discursos contra todos os tipos de interesses corporativistas que, acostumados a tradição de paternalismo estatal mas insensíveis às novas realidades, insistem em pressionar os orçamentos com demandas de gasto; novas vitórias constitucionais contra “os interesses corporativistas” e, apesar disso tudo, apenas alguns conflitos com a base de sustentação parlamentar, e apenas alguns pontos perdidos nos índices de popularidade do presidente. Isto é, o esforço dos governos orientados pelos “mercados” (emergentes) deve ser redobrado.

<sup>219</sup> No caso de bônus denominados em dólar, por causa do súbito aumento do débito que deveria ser arcado, *se possível fôr*, pelos devedores que assumiram dívidas em dólar para comprar ativos denominados nas moedas residuais, ou para rolar dívidas anteriores.

<sup>220</sup> Com efeito, para evitar a implosão imediata das bolhas especulativas, atrasando-as, os governos passam a desfrutar de ciclos caracterizados por períodos cada vez mais curtos de prosperidade e, possivelmente, aumento da popularidade, e períodos cada vez mais extensos de austeridades — à medida em que a qualidade especulativa de suas moedas vai se deteriorando progressivamente.

na competição internacional pela qualidade das moedas, limitadíssimos que são em suas capacidades de praticar políticas industriais ativas que permitam que suas bases de exportação concorram pelos mercados globais mais dinâmicos; 2) as resistências políticas domésticas, à medida em que esses países precisem, cada vez mais, não só oferecer incentivos especulativos especiais para a retenção temporária de ativos denominados em suas moedas mas, ao mesmo tempo, praticar *policies which beggar my working class' salaries*, com “austeridade”, para melhorar algo de sua “competitividade” comercial; 3) a deterioração gradual do “capital de confiança” acumulado junto ao capital financeiro internacional, em vista de seus crescentes déficits estruturais em conta corrente; e, enfim, 4) o encurtamento das margens de manobra desfrutadas pelos próprios governos norte-americanos para fugir, em um ciclo longo de crescimento, da austeridade que lhe é cobrada pelos proprietários de patrimônios denominados em dólar, tudo isso implica em que se chegue mais cedo ou mais tarde a um ponto em que, mantidas essas tendências<sup>221</sup>, volte a ser insustentável a participação dos “mercados emergentes” na competição internacional pela qualidade das moedas.

---

<sup>221</sup> Isto é, redobrada a aposta na integração (com subordinação) aos circuitos da globalização capitalista.

## VI • Conclusão: Considerações sobre a Natureza Social e as Contradições Políticas do Novo Capitalismo

Banqueiros e empresários do mundo inteiro, reunidos em Davos, na Suíça, constituem uma espécie de Senado da economia mundial, mas um Senado aristocrático, cujos membros não são eleitos e representam mais o poder econômico do que as exigências populares. As idéias expressas nessas reuniões têm mais peso do que as decisões de muitos parlamentos, pois se traduzem em decisões de investimento e criam um clima de confiança, ou desconfiança, em relação às economias nacionais. Mas o mais importante é que elas manifestam a disposição quase unânime dos dirigentes econômicos em dar seu apoio ao que se chama, na França, de "pensamento único"... O pensamento único corresponde a um mundo onde a economia, ao globalizar-se, divorciou-se da sociedade(...) onde as exigências sociais são cada vez mais estranhas à economia... É bom lembrar: o que chamamos hoje de globalização era chamado, há cerca de um século atrás, de imperialismo.

Alain Touraine, 1996

A principal transformação da ordem econômica e política burguesa internacional da "era dourada" até às décadas de 1980 e 90 foi a mudança do papel nela exercido pelos EUA. Não que os EUA tenham deixado de exercer o poder de polícia global que arrogavam ser de sua responsabilidade durante os anos da guerra fria. A guerra do Golfo demonstrou a renovada disposição do Estado americano, e da imensa e poderosa coalizão de interesses articulada ao Pentágono, de manter o papel de principal potência político-militar do mundo capitalista. No entanto, enquanto as aventuras da Coréia e do Vietnã foram financiadas pelos déficits orçamentários americanos e pela exploração do papel do dólar como moeda-reserva internacional, a aventura no Golfo Pérsico foi financiada pela coalizão dos principais poderes burgueses internacionais, quando o poder do dólar não era mais tão absoluto quanto na década de 1950, por exemplo.

Com efeito, mudança muito mais relevante foi quanto ao papel dos EUA na economia política global. Durante a "era dourada" do capitalismo do pós-guerra, o avanço coletivo e global das forças produtivas capitalistas foi possibilitado pelo papel "benigno" dos EUA na provisão da liquidez internacional. Sem essa provisão, os desígnios expansivos do capitalismo não teriam encontrado um modo de produzir dinheiro que estivesse à altura de suas possibilidades "gloriosas", como dizem os franceses (*les trente glorieuses*). As expectativas de expansão global, e os investimentos que aproveitaram essas expectativas, foram tornados possíveis pelas políticas expansionistas americanas, que não se esforçaram, por mais de trinta anos, para promover uma escassez global de dólares. Muito pelo contrário, a crescente abundância internacional de dólares, a partir do final da década de 1940, permitiu,

*worldwide*, que coalizões produtivistas, sob o comando da multi-nacionalização do grande capital, se libertassem dos curtos ciclos de crédito que eram característicos do entre-guerras e pré-guerras.

Nas décadas de 1980 e 1990, entretanto, tudo isso mudou. Desde o surgimento de taxas instáveis de câmbio na década de 70, se constituía uma poderosa coalizão de interesses financeiros transnacionais — devidamente amparada pela financeirização de parcelas crescentes do patrimônio do grande capital industrial e comercial — que pressionava, inicialmente sem sucesso, as políticas econômicas americanas a competirem pela qualidade patrimonial de sua moeda. A partir do início da década de 80, finalmente, o governo Reagan usou da liberalização unilateral das transações financeiras que quisessem atravessar os EUA como uma arma para financiar seus déficits e fortalecer a “diplomacia do dólar”. A entrada tardia dos EUA na competição internacional pela qualidade internacional das moedas e pelos excedentes financeiros globais, no entanto, reverteu seu antigo papel “benigno” para a provisão da liquidez monetária mundial e reforçou a alteração global das coalizões de interesses articuladas às políticas macroeconômicas.

Ao longo de todo esse processo, a própria natureza da grande acumulação de capital mudava de figura, com a criação de departamentos especializados na gestão especulativa das carteiras financeiras das corporações transnacionais, transferindo parcelas crescentes da riqueza capitalista global de funções produtivas para operações com papéis.<sup>222</sup> Com a crescente instabilidade das reservas monetárias nas quais a riqueza capitalista é denominada, o grande capital passou a buscar a acumulação em várias das dimensões possíveis de valorização. A voracidade especulativa com a qual o grande capital passou a aproveitar o descuido de políticas econômicas insuficientemente “austeras” para realizar ganhos patrimoniais fez com a natureza da acumulação capitalista assumisse uma dimensão mais flexível, menos imobilizada em longas aplicações da riqueza. O próprio modo de produção industrial incorporou tais transformações nas condições de imobilização da riqueza capitalista, para melhor responder às alterações das condições de competição nos mercados industriais mais dinâmicos e às exigências de “customização” flexível dos volumes de produção.<sup>223</sup>

---

<sup>222</sup> Ver Braga (1992).

<sup>223</sup> Ver Harvey (1989) e Coutinho (1992).

As políticas macroeconômicas nacionais, em diferentes graus, ficaram presas pela necessidade de evitar revoltas do capital financeiro transnacional contra patrimônios denominados em suas moedas, praticando políticas suficientemente "austeras" para evitar tais revoltas. A competição entre Estados burgueses pela qualidade internacional das moedas, em um contexto de crescente entrelaçamento global das redes de valorização do grande capital, aumentou os custos da declaração unilateral de controles à mobilidade internacional de capitais. A lógica da competição internacional aponta, inversamente, no sentido da desregulamentação competitiva das transações financeiras, na ausência de ações cooperativas voltadas à decretação generalizada de controles.<sup>224</sup> Nessas circunstâncias, as políticas macroeconômicas nacionais são política e estruturalmente submetidas ao supremo do paradigma do capital: a lógica da competição internacional lhes exige, em diferentes graus, que apóiem e incentivem a valorização capitalista na maioria das formas em que ela pode ser realizada, desde que, em "contrapartida", ela seja realizada na moeda nacional, ainda que das maneiras menos "imobilizadas".<sup>225</sup> E desde que, em toda a sua corte de sedução em busca de coagulações, em suas moedas, dos circuitos globais de capitais, não deixem de atentar para os limites da "austeridade" que precisam obedecer.

Mas enquanto o capital permanecer celebrando suas orgias (e fazendo suas perigosas peripécias) na troca veloz entre as diversas crisálidas monetárias que o possam abrigar, a reprodução social que pode oferecer, em troca de sua própria reprodução enquanto capital, implica cada vez mais em desemprego estrutural.<sup>226</sup> Nada mais distante, nesse aspecto, do que as tendências ao pleno emprego verificadas durante a "era dourada" da reprodução produtivista do capitalismo, no pós-guerra. Mas a reprodução do capital coincide cada vez menos com a reprodução do trabalho quando parcelas crescentes da riqueza capitalista tendem a estacionar na auto-suficiência da especulação financeira. No imediato pós-guerra, o medo da "alternativa" obrigou a ordem burguesa a se reformar, limitando sua "auri sacra

---

<sup>224</sup> Ver Helleiner (1994 a).

<sup>225</sup> Como já argumentado anteriormente, pode-se afirmar que é a capacidade diferencial que têm os Estados burgueses de territorializar a riqueza, comprometendo-a por mais tempo com espaços nacionais de acumulação específicos ou, de outro lado, só conseguindo atraí-la com a oferta de poupadas taxas de juros internacionais, que estrutura e reproduz as assimetrias internacionais, na era da transnacionalização capitalista.

<sup>226</sup> Ver Eatwell (1994), para uma sintética visão sobre o desemprego estrutural; e, obviamente, Kennedy (1993), para uma perspectiva global do problema nos próximos trinta anos, mantida a tendência à revolução populacional nas periferias do capitalismo.



famis” (i.e., sua execrável fome de ouro) e sua tentativa de explorar as mais longas jornadas de trabalho possíveis, aos menores salários possíveis; vários arranjos políticos e monetários (novas institucionalidades monetárias internacionais, novas políticas econômicas, novas legislações sociais, novas formas de regulamentação das liberdades do capital, novas ideologias econômicas, novos esquemas de controle estatal dos fundos e fluxos financeiros, internos ou externos etc.) criaram um período excepcional na história do capitalismo: um período de quase trinta anos em que a reprodução capitalista tendia a não se descolar, tanto, da reprodução do trabalho e da sociedade. Os Estados burgueses manipulavam expedientes capazes de incentivar o “salto mortal” da riqueza capitalista, de suas crisálidas monetárias para “funções” materiais, criando empregos e salvando a reprodução social do trabalho de vários dos “riscos” inerentes às mais destrutivas tendências do capitalismo — nos quadros do próprio capitalismo.

Atualmente, o retorno da “execrável fome de ouro”, na forma da voragem especulativa global, reenquadrou a natureza social do capitalismo ao paradigma do capital. Hoje, em relação aos desígnios da acumulação de capital, os Estados burgueses tendem a se subordinar a objetivos mais minimalistas: antigos “socialistas-democratas” se converteram ao “social-liberalismo” mas, a despeito do rótulo esquizofrênico que tenham, são subordinados a políticas econômicas que buscam preservar parcelas cada vez mais gigantes de riqueza em sua própria crisálida monetária, ou muito próximo dela. A ameaça que as políticas macroeconômicas nacionais buscam impedir não é mais a de que o capitalismo produza pouco emprego, mas a de que produza crises cambiais, isto é, que abandone *en masse* patrimônios financeiros denominados em suas moedas em busca de outras moedas. Com isso, aumenta o volume e o potencial destrutivo da riqueza capitalista descolada da reprodução social do trabalho, da reprodução de empregos, enfim, que se reproduz em uma órbita puramente especulativa, auto-suficiente. Por conta disso, as políticas macroeconômicas, enquanto tais, não são mais capazes de incentivar a colagem entre a reprodução capitalista e a reprodução social do trabalho.<sup>227</sup>

<sup>227</sup> É por isso, também, que antigos “socialistas democratas” se transformaram em “socialistas-liberais”, resignando-se, sem muitos dramas de consciência, às “novas realidades” das políticas macroeconômicas, mas imaginando, não obstante, que políticas assistencialistas podem compensar a reprodução da sociedade de sua subordinação, em última e em primeira instância, ao paradigma do capital. Como se sabe, a experiência “social-liberal” de Felipe Gonzalez, na Espanha, não deixou um saldo, digamos, animador, em termos de desemprego estrutural, comprometimento financeiro das receitas estatais com gigantesca dívida pública, ou, quem diria, em graus de “cobertura social” da imensa população desempregada — e, apesar de tudo isso, sem ter conseguido impedir, depois mais de uma década de “construção da credibilidade”, a gigantesca crise cambial de 1993.

Em meados de 1996, as peripécias patrimonialistas do capital continuam acentuando as pressões contra políticas econômicas que, mediante desvalorizações externas e inflações internas, possam ameaçar a rentabilidade real de seus patrimônios financeiros. Como mesmo nos EUA os “surto” de expansão são bloqueados, mais cedo ou mais tarde, por *credit crunchs* e fugas de capital, as perspectivas da reprodução social do trabalho, sob o paradigma do capital, não são promissoras. Os Estados Unidos da América não são mais capazes de ofertar condições monetárias internacionais “benignas”, capazes de possibilitar um longo ciclo de expansão global do emprego e do produto. Com efeito, as políticas monetárias norte-americanas passaram a assistir impotentes a elevações imediatas das taxas de juros a longo prazo, e a “chancelá-las” com elevações das de curto prazo, sempre que o crescimento econômico é julgado “excessivo” pelos “mercados”.<sup>228</sup>

A contradição política dessa situação está em que o paradigma do capital vai acentuando a polarização entre regiões e entre setores sociais dentro das regiões, ao articular-se com a intensa busca de “governabilidade” por parte dos Estados burgueses. Como, no contexto da competição internacional pela qualidade das moedas e por parcelas dos mercados globais, é ao capital que os Estados devem agradar e seduzir, passaram a ser mais “racionais” do que nunca as *policies which beggar my working class’s salaries* — a despeito das reclamações contra o “dumping social” feitas pelos países ricos que não conseguem ter tamanha vantagem, nesse

228 Recente matéria da insuspeitável Gazeta Mercantil, reproduzindo artigo da menos insuspeitável ainda Business Week, foi intitulada “Surto de crescimento surpreende e preocupa: a atividade econômica americana está crescendo bem mais do que o previsto, o que pode em breve forçar o FED a pisar forte no freio” 02/07/1996). Leia-se que: “No final de 1995, os especialistas em previsões econômicas olharam em suas bolas de cristal e viram a economia operando ao ritmo monótono de 1,9% ao ano em cada trimestre de 1996. Então, de repente algo aconteceu, surpreendendo quase todo mundo. A atividade cresceu a sólidos 2,3% no primeiro trimestre e ameaça encerrar o segundo a 4%... Esse ritmo sustentado provocou uma reviravolta nas mais recentes previsões. Em primeiro lugar, acena com a perspectiva de um aumento maior de salários e preços, o que não deixaria ao Federal Reserve (Fed, banco central americano) outra possibilidade senão pisar no freio com muito mais força do que qualquer um poderia esperar há apenas algumas semanas. As probabilidades de uma recessão no próximo ano ainda são inferiores a 50%. No entanto, em vez da expansão persistente, mas consistente, que muitos esperavam, a perspectiva econômica que é possível entrever pode significar um ciclo de miniexpansões e minicontrações, podendo tornar a vida terrível para os executivos das empresas... Até pouco tempo atrás, muitos sinais não apontavam para uma expansão tão forte. As taxas de juros de longo prazo vêm subindo significativamente desde dezembro, sendo que os rendimentos dos títulos do Tesouro americano de 30 anos subiram mais de um ponto percentual, para 7,10%... Toda esse atividade, evidentemente, não passou despercebida pelos “falcões” da inflação que ciscam no mercado de títulos. Mantenham esse ritmo intenso, eles advertem, e a inflação acelerada virá logo atrás... Por enquanto, porém, o Fed não deverá elevar as taxas de juros de curto prazo em sua próxima reunião de 2 e 3 de julho. Mas em Wall Street cresce as expectativas de que as autoridades econômicas aumentarão as taxas do inter-bancário, atualmente em 5,25%, em um quarto de ponto, na reunião de 20 de agosto. E Englund, da MMS, prevê mais um aumento de um quarto de ponto em setembro... E o que acontecerá no próximo ano? O grande perigo continua sendo que o medo da inflação possa de algum modo assustar o mercado de títulos. Caso isso ocorra, os rendimentos dos títulos poderão ultrapassar 7,5%, obrigando o Fed a aumentar as taxas mais rapidamente do que planejava. Tais preocupações tornam arriscada uma previsão para o próximo ano. O forte desempenho da economia, este ano, poderá acabar com seu fôlego em 1997”: p. A-12.

questo, em relação aos países da periferia capitalista.<sup>229</sup>

A busca intensa da “governabilidade” representa o único projeto hegemônico que os grupos políticos domésticos capazes de “entender” as “novas realidades” da confiança capitalista transnacional, de concordar com elas, e de tentar disciplinar as políticas domésticas de acordo com elas, são capazes de oferecer. Esses novos grupos hegemônicos, que se proliferaram como cogumelo em quase todos os Estados burgueses integrados à ordem capitalista global, precisam lutar ferozmente contra resistências políticas domésticas que ameacem a subordinação das políticas governamentais às exigências da credibilidade financeira internacional. Como, repetem à exaustão, a acumulação de capital interna só será sustentável se não for travada por “restrições externas”, todos os interesses políticos domésticos que atrapalhem a atração de capitais externos — precisamente por impedirem a completa subordinação das políticas econômicas governamentais às exigências da credibilidade internacional — passam a ser tomados, no plano das denominações ideológicas associadas a tais projetos hegemônicos, como interesses “corporativistas”. Os “corporativistas” podem ser associados, rigorosamente, a todos os tipos de interesses que, acostumados à tradição de paternalismo estatal mas insensíveis às “novas realidades”, insistem em pressionar os orçamentos “públicos” com demandas de gasto — *qualquer que seja a legitimidade dessas demandas*. O “corporativismo” típico é representado pelos interesses que impedem que orçamentos estatais sejam “emagrecidos”, para que sobre um superávit fiscal capaz de financiar, com menos sobressaltos, os pagamentos aos portadores (nacionais e globais) de títulos de dívida pública; e que assim dificultam que o “interesse nacional” não seja frustrado por indesejáveis “deficits gêmeos” (orçamentário e externo). O projeto hegemônico da “governabilidade” é o projeto da deslegitimação das demandas “excedentes” que podem pressionar o “equilíbrio” dos orçamentos nacionais e das contas externas — em um contexto em que essas demandas, que só são “excedentes” do ponto de vista da governabilidade minimalista que o atual projeto hegemônico é capaz de oferecer, só tendem a aumentar.

Com efeito, ao mesmo tempo em que a reprodução do capital vai se descolando da reprodução do trabalho social, o aumento das oportunidades para a evasão fiscal trazidas pelo entrelaçamento global das redes de valorização do grande

<sup>229</sup> A expressão *beggar-my-labor policies* não é de minha autoria; é resultado de um *brain storm* ocorrido na cabeça do prof<sup>o</sup> Otaviano Canuto, segundo o próprio.

capital, e as isenções fiscais utilizadas como arma de incentivo aos investimentos “aqui e não lá fora”, conferiram novos privilégios às grandes corporações capitalistas. Elas passaram a ser crescentemente capazes de explorar diversos contingentes nacionais de mão-de-obra, sem que, de outro lado, seus impostos fossem suficientes para financiar “políticas públicas” destinadas a remediar o crescente desemprego estrutural característico do novo capitalismo. As novas estratégias de acumulação das grandes corporações transnacionais, e as exigências políticas que seus interesses (devidamente manifestos em fóruns econômicos mundiais, como o de Davos, por exemplo) impõem a governos mais ou menos receptivos às “recomendações” das quais depende sua “credibilidade”, vêm tornando “economicamente inviáveis” os aparatos estatais de proteção social que, um dia, a territorialização da riqueza capitalista, as pressões populares, o medo da revolução social, e baixas taxas de juros, tornaram possível financiar.

Não obstante, a acentuação dos “riscos” à reprodução social não apenas do trabalho, como dos mais diversos grupos sociais, tende a produzir uma instabilidade das coalizões políticas majoritárias, globalmente — como já é típico dos EUA —, que dificilmente deixará de afetar a base de poder do projeto hegemônico da governabilidade minimalista, associada ao paradigma do capital. Com maior ou menor grau de consciência, os grupos políticos hegemônicos sabem de onde surgem as ameaças políticas ao seu projeto: dos “corporativistas”. Como nos EUA, interesses de grupos sociais mais territorializados a espaços nacionais e regionais, como fazendeiros, indústrias ameaçadas, sindicatos, funcionários de Estado, exércitos — que clamam por proteção em seu espaço, contra os efeitos impessoais de um mercado aberto à competição internacional, ou contra as exigências políticas de portadores de patrimônios financeiros internacionalmente móveis —, são as principais ameaças à “governabilidade”. A gama de interesses capazes de receber a pecha de “corporativismo” não pára por aí, é longa: vai desde de clientelas eleitorais não satisfeitas em ver a redução de “encargos” trabalhistas, ou dos “privilégios” gratuitamente distribuídos por sistemas nacionais de seguridade social, até sindicatos trabalhistas dispostos a decretar greves para preservar condições de trabalho ameaçadas — passando por burocracias estatais resistentes às pressões transnacionais a favor da redução dos aparatos de Estado nacionais, ou por empresas e sindicatos que não resistam às pressões derivadas da realocação dos

investimentos internacionalmente competitivos.

Nessas circunstâncias, não é de se esperar que o próximo século continue assistindo ao “fim da história”. É de se esperar, ao contrário, que brotem, como cogumelos, conflitos políticos capazes de recolocar, nas agendas políticas globais, projetos alternativos ao paradigma do capital — com maior ou menor radicalidade. Ironicamente, a principal consequência política do atual predomínio incontestável do “pensamento único”, pode ser, inclusive, o renascer das cinzas de um renovado paradigma dos explorados. Quem viver, verá.

## Bibliografia Citada

- AGLIETTA, M. (1976). *Regulación y Crisis del Capitalismo*. (5ª ed.) (Trad. castelhana: Juan Bueno). México: Siglo XXI, 1991.
- AGLIETTA, M. (1986). *La Fin des Divises Clés - Essai sur la Monnaie Internationale*. Paris: Éditions La Découverte, 1986.
- ANDERSON, P. (1976). *Considerações sobre o Marxismo Ocidental*. (Trad. Port.: Marcelo Levy). São Paulo: Brasiliense, 1989.
- ARENDT, H. (1950). *Origens do Totalitarismo*. (Trad. Port.: R. Raposo). 1º reimpressão. São Paulo: Companhia das Letras, 1990.
- ARRIGHI, G. (1994). *O Longo Século XX: Dinheiro, Poder e as Origens de Nosso Tempo*. (Trad. Port.: Vera Ribeiro). Rio de Janeiro: Contraponto. São Paulo: Editora Unesp.
- BAER, M. (1990). "Mudanças e Tendências dos Mercados Financeiros Internacionais na Década de 80". *Pensamiento Iberoamericano*, 18, 1990, pp. 65-81.
- BELLUZZO, L. G. M. (1993). "La Naturaleza de la Moneda y la Gestión Monetária." In: *Investigación Económica*, 203, enero-marzo de 1993.
- BIASCO, S. (1987). "Currency Cycles and the International Economy". In: Roma: Banca Nazionale del Lavoro, *Quartely Review*, nº 160, Março/1987.
- BLANK, Stephen. "Britain: The Politics of Foreign Economic Policy, the Domestic Economy and the Problem of Pluralistic Stagnation." In, KATZENSTEIN, Peter J. (1978) *Between Power and Plenty - Foreign Economic Policies of Advanced Industrial States*. The University of Wisconsin Press, Londres.
- BLOCK, F. (1977). *Los Origenes del Desordem Economico Internacional*. (Trad. castelhana) México: Fondo de Cultura Economica.
- BLOCK, F. (1977a) "The ruling class does not rule: Notes on the marxist theory of the State." In: T. FERGUSON e J. ROGERS (eds.) *The Political Economy. Readings in the Politics and Economics of American Public Policy*. Armonk, New York: M. E. Sharpe.

- BLOCK, F. (1979). "Trilateralism and Inter-Capitalist Conflict." In: H. Sklar, (ed.) *Trilateralism. The Trilateralism Commission and Elite Planning for World Management*. South End Press, Boston.
- BONEFIELD, W. & HOLLOWAY, J. (Eds.) (1995). *Global Capital, National State and the Politics of Money*. London, Macmillan Press, 1995.
- BRAGA, J. C. de Souza. (1992). "A Financeirização da Riqueza: A Macroestrutura Financeira e a Nova Dinâmica dos Capitalismos Centrais." In: *Economia e Sociedade*, 2, ago.1993. pp. 25-57.
- BRAUDEL, F. (1980). *Civilização Material, Economia e Capitalismo, séculos XV-XVIII, T. II: Os jogos da Troca*. (Trad. port.: M. M. Godinho) Lisboa: Cosmos, 1988.
- CAMERON, R. & BOVYKIN, V.I. (1991), *International Banking: 1870-1914*. New York, Oxford: Oxford University Press, 1991.
- CANUTO, O. & LAPLANE, M. (1996). "Especulação e Instabilidade na Globalização Financeira". In: *Economia e Sociedade*, nº 5, 1996.
- CHESNAIS, F. (1994). *La Mondialization du Capital*. Paris: Syros, 1994.
- CHICK, V. (1977). "Inflation from a Longer-Run Perspective." In: *On Money, Methods and Keynes*. New York: St. Martin Press, 1992.
- CHICK, V. (1983). *Macroeconomics after Keynes*. Cambridge: The MIT Press, 1984.
- CHICK, V. (1993). "A evolução do sistema bancário e a teoria da política monetária". (Trad. port.: Otaviano Canuto) Texto apresentado no Ciclo de Seminários "25 anos de economia na UNICAMP", Campinas, ago.-out. '93.
- COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- COHEN, B. (1973). *A Questão do Imperialismo: A Economia Política da Dominação e Dependência*. (Trad. port.: Maria Silva Lopes) Rio de Janeiro: Zahar, 1976.
- COHEN, B. (1977). *La Organización del Dinero en el Mundo: La Economía Política de las Relaciones Monetarias Internacionales*. (Trad. Castelhana: R. Mazzoni & R. Rogelio). Mexico: Fondo de Cultura Económica, 1984.
- CONCEIÇÃO TAVARES, M. (1985). "A Retomada da Hegemonia Norte-Americana". Texto para Discussão, 77, IEI/UFRJ.

- CONCEIÇÃO TAVARES, M. (1992) "Ajuste e Reestruturação nos Países Centrais: A Modernização Conservadora". *Economia e Sociedade*, 1, pp. 21-58.
- CONCEIÇÃO TAVARES, M. e BELLUZZO, L. G. M. (1984). "Uma reflexão sobre a Natureza da Inflação Contemporânea." In: J. M. REGO (org.) *Inflação inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. (2ª ed.). Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.(Coleção Economia, v. 16).
- COUTINHO, L. G. (1977). "Das Políticas de Recuperação à Segunda Guerra Mundial". Campinas: IE/UNICAMP, mimeo.
- COUTINHO, L. G. (1979) "Percalços e Problemas da Economia Mundial Capitalista: Estado, Estagflação e Riscos Financeiros." In: L. G. M. BELLUZZO e R. COUTINHO (Orgs.) *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise*. Vol. I, São Paulo: Brasiliense, 1982.
- COUTINHO, L. G. (1992). "A Terceira Revolução Industrial e Tecnológica". *Economia e Sociedade*, 1, pp. 69-88.
- COUTINHO, L. G. (1995). "Nota sobre a Natureza da Globalização". *Economia e Sociedade*, 4, pp.21-26.
- COUTINHO, L. G. (1996). "Moedas Fortes, Moedas Fracas". Folha de São Paulo, março, 1996.
- COUTINHO, L. G. e BELLUZZO, L. G. M. (1977) "Estado, Sistema Financeiro e Forma de Manifestação da Crise: 1929-1974." In: L. G. M. BELLUZZO e R. COUTINHO (Orgs.) *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise*. Vol. I, São Paulo: Brasiliense, 1982.
- COUTINHO, L. G. e BELLUZZO, L. G. M. (1979) "O Capitalismo Aprendeu a Resistir, Cinquenta Anos depois." In: L. G. M. BELLUZZO e R. COUTINHO (Orgs.) *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise*. Vol. I, São Paulo: Brasiliense, 1982.
- COX, R. W. (1994). "Global Restructuring: Making Sense of the Changing International Political Economy." In: STUBBS, R. e UNDERHILL, R. D. (Eds.) *Political Economy and the Changing Global Order*. London: Macmillan, 1994.
- DAM, K. (1981), *The Rules of the Game*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.



- DE CECCO, M. (1974). *The International Gold Standard: Money and Empire*. London: Frances Pinter, 1984.
- DESTLER, I. e HENNING, C. (1989). *Dollar Politics: Exchange Rate Policy-Making in the United States*. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1989.
- DROZ, B. & ROWLEY, A. (1986). *História do Século XX*, Livro I. (Trad. Port.: J. Fagundes). Lisboa: Dom Quixote, 1988.
- EATWELL, J. (1994). "Unemployment on a World Scale". In EATWELL, J. (Ed.) *Global Unemployment - Loss of Jobs in the 90's*. Armonk: M.E. Sharpe, 1994.
- EICHENGREEN, B. (1989). "Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System". In: *Elusive Stability: Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.
- EICHENGREEN, B. (1992). *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-39*. Oxford: Oxford University Press, 1992.
- EICHENGREEN, B. (1994). "História e Reforma do Sistema Monetário Internacional". (Trad. Port.: R.M.Branski). In: *Economia e Sociedade*, 4, pp.21-26.
- EICHENGREEN, B., & PORTES, R. (1986). "The anatomy of financial crises". In: R. Portes, & A. K. Swoboda, (Eds.) *Threats to international financial stability*. Cap. I, pp. 10-61. New York: Cambridge University Press, s/d.
- FAJNZYLBER, F. (1983). *La Industrialización trunca de America Latina*. México: Centro de Economía Transnacional (CET) - Editorial Nueva Imagen, 1983.
- FEIS, H. (1930). *Europe: the world's banker: 1870-1914. An Account of European Foreign Investment and the connections of world finance with diplomacy before the War*. Clifton, New Jersey: Augustus M. Kelley Pub., 1974.
- FERREIRA, C. K. L. e de FREITAS, M. C. P. (1990). "Mercado Internacional de Crédito e Inovações Financeiras". *Estudos de Economia do Setor Público*, 1, IESP/FUNDAP.
- FIORI, J.L. (1995). "Introdução". In: *Em Busca do Dissenso Perdido: Ensaios Críticos sobre a Festejada Crise do Estado*. Rio de Janeiro: INsight Editorial, 1995.
- FLORA et alli (1983), *State, Economy and Society in Western Europe 1815 - 1975: A data handbook in two volumes. Vol. 1: The Growth of Mass Democracies and*

- Welfare States ;Vol. 2: The Growth of Industrial Societies and Capitalist Economies.* Frankfurt: Campus, 1983-1987.
- FRIEDMAN, B. (1986). "Implications of the U.S. net capital inflow", Cambridge, Massachusetts, NBER Reprint No. 878.
- GALBRAITH, J. K. (1975). *Moeda: de onde veio, para onde foi.* (2ª ed.). (Trad. port.: Antonio Zoratto Sanvicente.) São Paulo: Livraria Pioneira, 1983.
- GAMBLE, Andrew. (1981) *Britain in Decline.* Macmillan, Londres, 1990.
- GILL, S. (1993). "Neo-Liberalism and the shift towards a US-centred Transnational Hegemony." In: H. OVERBEEK (ed.) (1993).
- GILL, S. (1994). "Knowledge, Politics, and Neo-Liberal Political Economy." In: STUBBS, R. e UNDERHILL, R. D. (Eds.) *Political Economy and the Changing Global Order.* London: Macmillan, 1994.
- GILPIN, R. (1987). *The Political Economy of International Relations.* New York: Princeton University Press, 1987.
- GLYN, A. et ali. (1990). "The Rise and Fall of the Golden Age." In: S. MARGLIN e J. SCHOR (eds.). *The Golden Age of Capitalism.* Oxford: Clarendon Press, 1990.
- GLYN, A. e SUTCLIFFE, B. "The rivalry of financial and industrial capital." in, COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right.* Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- GOUREVITCH, Peter. (1986) *Politics in Hard Times - Comparative Responses to International Economic Crises.* Cornell University Press, Ithaca e Londres, 1988.
- GRIFFITH-JONES, S. e SUNKEL, O. (1986). *O Fim de uma Ilusão.* (Trad. port.) São Paulo: Brasiliense, 1990.
- GUTTMAN, R. (1994). *How Credit Money Shapes the Economy: The United States in a Global System.* Armonk: M.E.Sharpe, 1994.
- HAGGARD, S. & KAUFMAN, R. (Eds.) (1992). *The Politics for Economic Adjustment.* Princeton: Princeton University Press, 1992.
- HALL, Peter A. "Patterns of Economic Policy: An Organizational Approach." In, BORNSTEIN, S.; HELD, D.; KRIEGER, J. (1984) *The State in Capitalist Europe - A casebook.* George Allen & Unwin, Harvard University, 1984.

- HARVEY, D. (1989). *A Condição Pós-Moderna: Uma Pesquisa sobre as Origens da Mudança Cultural*. (trad. port. A. Sobral & M. Gonçalves). São Paulo: Ed. Loyola, 1992.
- HARRIS, N. "The role of defence expenditure in industrial decline." in, COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- HARRIS, N. "Desindustrialization." in, COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- HELLEINER, E. (1994 a). *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca: Cornell University Press, 1996.
- HELLEINER, E. (1994 b). "From Bretton Woods to Global Finance: A World Turned Upside Down." In: STUBBS, R. e UNDERHILL, R. D. (Eds.) *Political Economy and the Changing Global Order*. London: Macmillan, 1994.
- HERR, H. (1991). "External Constraints on Fiscal Policies: An International Comparison". In: MATZNER, E. & STREECK, W. (Eds.) *Beyond Keynesianism*. Aldershot: Edward Elgar, 1991.
- HICKS, J. (1974). *A Crise na Economia Keynesiana*. (Trad. port.: Evelyn Kay Massaro.) São Paulo: Vértice, 1987.
- HOBSBAWM, E. (1968). *Industry and Empire*. Penguin Books, Londres, 1985.
- HOBSBAWM, E. (1975). *A Era do Capital, 1848-1875*. (trad. port.: Luciano Costa Neto) Rio de Janeiro: Paz e Terra, 3ª ed., 1982.
- HOBSBAWM, E. (1987). *The Age of Empire, 1875-1914*. Nova Iorque: Vintage Books, 1989.
- HOBSBAWM, E. (1990). "Adeus a tudo aquilo" (Trad. port.: Susan Semler). In: R. BLACKBURN (org.) *Depois da Queda. O Fracasso do Comunismo e o Futuro do Socialismo*. São Paulo: Paz e Terra, 1992.
- HOBSBAWM, E. (1995). *Era dos Extremos: O Breve Século XX, 1914 - 1991*. (Trad. Port. : M. Santarrita). 1º reimpressão. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.
- HUGHES, J. "Deindustrialization gathers pace: the 1970's." in, COATES, D.;

- HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- HUMPHREY, T.H., (1974). "The Quantity Theory of Money". In: Chrystal, A., *Monetarism I*. Aldershot: Edward Elgar, 1990.
- IMF. (1991). "Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows." Occasional Papers, 77.
- IESP/FUNDAP - Instituto de Economia do Setor Público. *Projeto: O Formato Institucional do sistema Monetário e Financeiro. Um Estudo Comparado. Relatório Parcial nº 2: Análise Comparada dos Bancos e Formas de Gestão da Política Monetária*. s/d.
- IESP/FUNDAP - Instituto de Economia do Setor Público. *Projeto: O Formato Institucional do sistema Monetário e Financeiro. Um Estudo Comparado. Relatório Parcial nº 6: O Sistema Monetário-Financeiro dos Países Desenvolvidos*. s/d.
- JESSOP, R. "The Capitalist State and the Rule of Capital" in, *West European Politics*, 6(2) (Abril 1983), p. 139-62.
- KENNEDY, P. (1993). *Preparando para o Século XXI*. (trad. port.: W. Dutra). Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1993.
- KEYNES, John M. (1930). *A Treatise on Money: 2. The Applied Theory of Money*. Cambridge: Macmillan, 1971. (The collected writings of John Maynard Keynes; v. VI).
- KEYNES, John M. (1936). *The General Theory of Employment Interest and Money*. Cambridge: Macmillan, 1986. (The collected writings of John Maynard Keynes; v. VII)
- KINDLEBERGER, Charles P. (1973 [1986] ). *World in Depression: 1929 - 1939*. Berkeley: California University Press.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1978). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. (2ª ed. rev.) New York: Basic Books.
- KREGEL, J.A. (1983). "Budget Deficits, Stabilization Policy and Liquidity Preference: Keynes' Post-war Policy Proposals". In: F. Vicarelli (Ed.), *Keynes' Relevance*

- Today*. London: Macmillan, 1985.
- KRUGMAN, P. (1990). *A Era do Conformismo*. (Trad. port.) Rio de Janeiro: Campus, 1992.
- LANDES, D. S. (1969). *The Unbound Prometheus*. Cambridge University Press, Cambridge, 1989.
- LEVER, H. e EDWARDS, G. "Banking on Britain." in, COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- LICHTENSZTEJN, Samuel e BAER, Monica. (1986). *Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial. As Estratégias do Poder Financeiro*. (Trad. port.: Nathan Giraldi.) São Paulo: Brasiliense, 1987.
- LISLE-WILLIAMS, Michael (1986) "The State, Finance and Industry in Britain." in, COX, A. (Org.) (1986). *State, Finance and Industry - A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies*. St. Martin's Press, New York, 1986.
- MAIER, C. (1975). *Recasting Burgeois Europe: Stabilization in France, Germany and Italy in the Decade after the World War I*. Princeton: Princeton University Press.
- MARSH, D. e LOCKSLEY, G. "Capital in Britain: Its Structural Power and Influence over Policy." in, *West European Politics*, 6(2) (Abril 1983), p. 36-60.
- MARTIN, A. (1994). "Labour, the Keynesian Welfare State, and the Changing International Political Economy." In: STUBBS, R. e UNDERHILL, R. D. (Eds.) *Political Economy and the Changing Global Order*. London: Macmillan, 1994.
- MARTIN, P. (1994). "The Politics of International Structural Change: Aggressive Unilateralism in American Trade Policy." In: STUBBS, R. e UNDERHILL, R. D. (Eds.) *Political Economy and the Changing Global Order*. London: Macmillan, 1994.
- MARX, K. (1867). *O Capital I. Crítica da Economia Política*. (Trad. port.: R. Barbosa e F. R. Kothe). (3ª ed.) São Paulo: Nova Cultural, 1988.
- MARX, K. (1894), Ed. F.ENGELS. *O Capital III. Crítica da Economia Política*. (Trad. port.: R. Barbosa e F. R. Kothe). (3ª ed.) São Paulo: Nova Cultural, 1988.

- MAURO, F. (1964). *Expansão Européia (1600-1870)*. (trad. port.: Maria Luiza Marcílio) São Paulo: Edusp, Pioneira, 1980. (Coleção Nova Clío).
- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven/London: Yale University Press, 1986.
- MILWARD, A. (1979). *War, Economy and Society: 1939 - 1945*. Berkeley: University of California Press.
- MIRANDA, J. C. (1992). *Câmbio, Juros e Fisco: A Experiência Internacional*. Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP, Tese de Doutorado, 1992.
- MORGAN, B. (1978). *Monetarists and Keynesians: their contribution to Monetary Theory*. London, GB: Macmillan Education, 1978.
- NAIRN, T. "The nature of the British state." in, COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- NELSON, J. (Ed.) (1990). *Economic Crisis and Policy Choice: The Politics of Adjustment in the Third World*. Princeton: Princeton University Press, 1990.
- NOVAIS, F. (1973). *Portugal e Brasil na Crise do Antigo Sistema Colonial (1777-1808)*. 4ª ed., São Paulo: Hucitec, 1986.
- OFFE, K. (1985). *Problemas Estruturais do Estado Capitalista*. Trad. Port.: Ed. Tempo Brasileiro.
- OVERBEEK, H. (1993). *Restructuring Hegemony in the Global Political Economy*. Londres: Routledge, 1993.
- OVERBEEK, H. e PIJL, K. (1993). "Restructuring Capital and Restructuring Hegemony: Neo-Liberalism and the Unmaking of the Post-War Order." In: H. OVERBEEK (1993).
- PÁDUA LIMA, M. L. (1985). *O Euromercado e a Expansão do Capital financeiro internacional*. Campinas: Instituto de Economia / UNICAMP, Dissertação de Mestrado.
- PARBONI, R. (1980). *The Dollar and its Rivals*. (Trad. Ingl.) Londres: Verso/New Left Books, 1981.
- PARBONI, R. (1986). "The Dollar Weapon: From Nixon to Reagan." In: New Left

- Review, n. 158, Winter, 1986/87.
- PASUKANIS, E.B. (1924). *A Teoria Geral do Direito e o Marxismo*. (Trad. Port.: Paulo Bessa). Rio de Janeiro: Renovar, 1989.
- POLANYI, K. (1944). *A Grande Transformação: as Origens da nossa Época*. Trad. port.: Fanny Wrobel.) Rio de Janeiro: Campus, 1988.
- POLLARD, S. "The Treasury's contempt for production" in, COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- POULANTZAS, N. (1968). *Poder Político e Classes Sociais*. (trad. port. : F. Silva). São Paulo: Martins Fontes, 1986.
- POULANTZAS, N. (1974). *Classes in Contemporary Capitalism*. (trad. ing.: D. Fernbach). London: Verso, 1978.
- ROBINSON, J. (1977). "Michal Kalecki, um profeta esquecido." In: Col. Ensaio de Opinião, vol. 4, São Paulo: Juíbie, 1977.
- ROWTHORN, B. "The passivity of the state." in, COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- SAES, D. (1994). *Estado e Democracia: Ensaio Teóricos*. Campinas: IFCH-UNICAMP.
- SCHULMEISTER, S. (1988). "Currency Speculation and Dollar Fluctuations". In: Roma: Banca Nazionale del Lavoro, Quartely Review, nº 167, Dezembro/1988.
- SINGH, A. "UK Industry and the world economy: a case of deindustrialization?" in, COATES, D.; HILLARD, J. (Org.) (1986) *The Economic Decline of Modern Britain - The Debate between Left and Right*. Harvester Wheatsheaf, Londres, 1986.
- STRANGE, S. (1976). *International Monetary Relations: 1959-1971*. Oxford: Oxford University Press for the RIIA, 1976.
- STRANGE, S. (1986). *Casino Capitalism*. Oxford: Basil Blackwell, 1986.
- STRANGE, S. (1994), "Rethinking structural change in the international political economy: States, Firms and Diplomacy". In: STUBBS, R. e UNDERHILL, R. D. (Eds.) (1994).

- STRANGE, S. & STOPFORD, J. (1991). *Rival States, Rival Firms: Competition for World Market Shares*. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.
- STUBBS, R. e UNDERHILL, R. D. (Eds.) (1994). *Political Economy and the Changing Global Order*. London: Macmillan, 1994.
- TRIFFIN, R. (1964). "A Evolução do Sistema Monetário Internacional: Reavaliação Histórica e Perspectivas Futuras". In: SAVASINI, J., MALAN, P. & BAER, W., *Economia Internacional*. São Paulo: Saraiva, 1979.
- VAITSOS, C. V. (1989). "Radical Technological Changes and the New 'Order' in the World Economy.", *Review*, vol. 12, n. 2, 1989, pp. 157-189.
- WALLERSTEIN, I. (1974). *The Modern World System, I. Capitalist Agriculture and the Origins of the European World-Economy in the Sixteenth Century*. Nova Iorque: Academic Press.
- WALLERSTEIN, I. (1980). *The Modern World System, II. Mercantilism and the Consolidation of the European World Economy, 1600-1750*. Nova Iorque: Academic Press.
- WEBB, M. C. (1994). "Understanding Patterns of Macroeconomic Policy Coordination in the Post-war Period." In: STUBBS, R. e UNDERHILL, R. D. (Eds.) (1994).
- WRAY, R. (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*. Aldershot: Edward Elgar, 1990.
- WILLIAMSON, J. (Ed.) (1990). *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington: Institute for International Economics.
- YEAGER, L. (1976). *International Monetary Relations: Theory, History and Policy*. Nova Iorque: Harper & Row, 1976.
- ZYSMAN, J. (1983). *Governments, Markets, and Growth - Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Cornell University Press, Ithaca e Londres, 1987.