

Universidade Federal de Santa Catarina

Gustavo Elysio Namizaki

A política monetária dos Estados Unidos da América dita a liquidez do centro da economia-mundo?

Florianópolis,
2008.

Gustavo Elysio Namizaki

A política monetária dos Estados Unidos da América dita a liquidez do centro da economia-mundo?

Dissertação apresentada como condição parcial para obtenção do grau de mestre em Economia pela Universidade Federal de Santa Catarina (com área de concentração em Transformações do Capitalismo Contemporâneo), orientada pelo Prof. Dr. Pedro Antonio Vieira.

Florianópolis, SC.

2008.

NAMIZAKI, Gustavo Elysio

A política monetária dos Estados Unidos da América dita a liquidez do centro da economia-mundo?/ Gustavo Elysio Namizaki. – Florianópolis, 2008. 117f.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Santa Catarina para obtenção do título de Mestre em Economia (com área de concentração em Transformações do Capitalismo Contemporâneo).

1. Análise dos sistemas-mundo. 2. Política Monetária. 3. Teste de Causalidade de Granger.

Gustavo Elyσιο Namizaki

A política monetária dos Estados Unidos da América dita a liquidez do centro da economia-mundo?

Esta dissertação recebeu parecer favorável da banca examinadora, sendo julgada adequada como condição parcial para a concessão do grau de mestre em Economia, com área de concentração em Transformação do Capitalismo Contemporâneo, pela Universidade Federal de Santa Catarina, ao aluno Gustavo Elyσιο Namizaki.

Florianópolis, 22 de agosto de 2008.

Prof. Dr. Roberto Meurer

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia (UFSC)

Prof. Dr. Pedro Antonio Vieira (UFSC)
Presidente da Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

Agradeço especialmente à minha família por tudo que sou.

Agradeço ao professor Pedro pela orientação e por estimular a diversidade de pensamento.

Gostaria de agradecer também:

ao professor Meurer, pela co-orientação de minha pesquisa e pelo excelente trabalho frente ao Programa de Pós-Graduação em Economia que proporcionou condições para executar a minha pesquisa e as dos meus colegas;

aos amigos do Jardim Schaffer, da Toca, que ajudaram a formar meu pensamento;

às senhoras Nair e Lígia, e a todos os funcionários terceirizados responsáveis pelo asseio do espaço público universitário;

à professora Ana Cristina da Luz, pela oportunidade de me auto-conhecer através do Ashtanga Vinyasa Yoga;

ao professor Lauro, pelo aprendizado nas pesquisas do Pronaf; e

aos colegas do Grupo de Pesquisa em Economia Política dos Sistemas-Mundo.

“Hostilities exist. There is no blinking at the fact that our people, our territory, and our interests are in grave danger. With confidence in our armed forces, with the unbounding determination of our people, we will gain the inevitable triumph. So help us God. I ask that the Congress declare that since the unprovoked and dastardly attack by Japan on Sunday, December 7, 1941, a state of war has existed between the United States and the Japanese Empire.”

Franklin Delano Roosevelt. *A date which will live in infamy*. Washington, DC, 8 de dezembro de 1941, anunciando a entrada dos Estados Unidos da América na Segunda Guerra Mundial.

“I say to you today, my friends, that in spite of the difficulties and frustrations of the moment I still have a dream. It is a dream deeply rooted in the American dream. I have a dream that one day this nation will rise up and live out the true meaning of its creed: ‘We hold these truths to be self-evident; that all men are created equal’.”

Martin Luther King. *I have a dream*. Washington, DC, 28 de agosto de 1963, à frente da marcha que reuniu 210 mil pessoas no centenário da proclamação da emancipação por Abraham Lincoln.

“You are here to say goodbye to us, and we don’t have a good word for it in English – the best is au revoir. We will see you again...”

Richard Nixon. *Au revoir*. Washington, DC, 9 de agosto de 1974, despedindo de seu *staff* após as implicações dos escândalos de Watergate.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é verificar se o Federal Reserve consegue afetar a liquidez monetária fora da jurisdição dos Estados Unidos da América, especificamente no G7, grupo dos sete países mais desenvolvidos. Para tanto, foram combinadas duas tradições teóricas, que utilizam dois diferentes métodos e duas diferentes ontologias. A primeira tradição é a teoria macroeconômica derivada do individualismo/empirismo como filosofia do Iluminismo Ocidental e a segunda é a perspectiva de análise dos sistemas-mundo derivada do materialismo e do idealismo também como filosofias do Iluminismo Ocidental. Por utilizar essas duas tradições, esta pesquisa apresenta uma parte dedicada à reconstrução histórica das condições por onde o dólar vem operando e outra parte dedicada à ilustração empírica. Com relação à primeira tradição, foram utilizados a teoria sobre o Efeito Fisher e o método de co-integração de Engle-Granger. Com relação à segunda, foram utilizados os conceitos à cerca dos ciclos sistêmicos de acumulação de Arrighi e a historiografia de Braudel, Block e Wallerstein. Os resultados da investigação empírica fornecem parcialmente sustentação para as hipóteses dos sistemas-mundo, no que tange ao poder da moeda da potência hegemônica e a situação de decadência da mesma.

Palavras-Chave: 1. Análise dos sistemas-mundo. 2. Política Monetária. 3. Teste de Causalidade de Granger.

ABSTRACT

The purpose of this research is to verify if the Federal Reserve is able to affect monetary liquidity outside The United States of America's borders, specifically in the countries which compose the Group of Seven, besides the U.S, Canada, France, Germany, Italy, Japan and The United Kingdom. For this aim, two different theoretical traditions, which use two different methods and two different ontologies, were combined. The first tradition is the macroeconomics, which comes from individualism/empirics as philosophy of the Western Illustration; the second tradition is the world-systems analysis, which comes from materialism and idealism as philosophies of the Western Illustration. Since it uses these two approaches, there are a historical reconstruction section, where the dollar influence operates, and an empirical section. For the first tradition, the theory about the Fisher Effect and the Engle-Granger co-integration method were applied; for the second, statements concerning the accumulation systemic cycles of Arrighi and Braudel, Block and Wallerstein historical support were applied. The results of the empirical investigation gives support for the world-systems hypothesis related to the influence of the hegemonic power and decade stage of it.

Key-Words: 1. World-Systems Analysis. 2. Monetary Policy. 3. Granger Causality Test

LISTA DE FIGURAS, GRÁFICOS E TABELAS

Figura 1. As origens filosóficas das duas vertentes teóricas.	12
Figura 2. Método de análise quantitativa e histórica usado nesta pesquisa.	17
Gráfico 1. Contas nacionais dos EUA 1960-1972 em milhões de dólares nominais.	57
Gráfico 2. Contas nacionais dos EUA 1972-2007 em milhões de dólares nominais.	61
Gráfico 3. Evolução do M3, PNB <i>per capita</i> , IPC e do estoque de ouro dos EUA em escala logarítmica.	62
Gráfico 4. Taxa de juros e inflação anuais nos EUA.	72
Gráfico 5. IPC dos países do G7 em escala logarítmica.	90
Gráfico 6. Função impulso: resposta acumulada da variação da inflação média do restante dos países do G7 em função de uma inovação no desvio padrão de Cholesky da variação da inflação dos EUA para o período 1957-2006.	93
Gráfico 7. Função impulso: resposta da inflação do restante dos países do G7 em função de uma inovação no desvio padrão de Cholesky da inflação dos EUA para o período 1979 a 2006.	95
Gráfico 8. Função impulso: resposta dos fluxos de investimentos do Canadá em função de uma inovação no desvio padrão de Cholesky da taxa de juros dos EUA.	98
Gráfico 9. Função impulso: resposta dos fluxos de investimentos do Reino Unido em função de uma inovação no desvio padrão de Cholesky da taxa de juros dos EUA.	98
Tabela 2.1 Estimação OLS da orientação do Fed.	74
Tabela 2.2. Teste ADF em nível para a diferença entre a taxa de juros dos EUA e a do outro país do G7.	81
Tabela 2.3. Teste ADF em nível para a diferença entre a inflação esperada dos EUA e a do outro país do G7, supondo expectativas racionais.	82
Tabela 2.4. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os da Alemanha e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a da Alemanha).	82
Tabela 2.5. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os do Japão e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a do Japão).	82
Tabela 2.6. Causalidade entre Y_t e X_t da Itália (a diferença entre as primeiras diferenças dos juros dos EUA e da Itália e; a diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália).	83
Tabela 2.7. Estatísticas sobre os modelos OLS referentes ao segundo passo do teste de co-Integração Engle-Granger.	83
Tabela 2.8. Teste estatístico ADF do resíduo em nível da equação de longo prazo da Itália.	84
Tabela 2.9. Teste ADF em nível para a diferença entre a inflação esperada dos EUA e a do outro país do G7, supondo expectativas adaptativas.	85
Tabela 2.10. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os da Alemanha e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a da Alemanha), supondo expectativas adaptativas.	85
Tabela 2.11. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os da França e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a da França), supondo expectativas adaptativas.	86
Tabela 2.12. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os do Japão e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a do Japão), supondo expectativas adaptativas.	86
Tabela 2.13. Causalidade entre Y_t e X_t da Itália (a diferença entre as primeiras diferenças dos juros dos EUA e da Itália e; a diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália), supondo expectativas adaptativas.	86
Tabela 2.14. OLS de equilíbrio de longo prazo entre as séries Y_t e X_t da Itália, supondo expectativas adaptativas.	87
Tabela 2.15. Teste estatístico ADF do resíduo em nível da equação de longo prazo da Itália, supondo expectativas adaptativas.	87
Tabela 3.1. Teste de ADF para obter a ordem de integração das séries de preço.	92
Tabela 3.2. Teste de causalidade de Granger entre as séries em segunda diferença dos IPCs dos EUA e da média do restante do G7.	92
Tabela 3.3. Teste de ADF para obter a ordem de integração das séries de preço entre 1979 a 2006.	93
Tabela 3.4. Teste de causalidade de Granger entre as séries em primeira diferença dos IPCs dos EUA e da média do restante do G7 entre 1979 e 2006.	94

Tabela 3.5. Teste ADF para os fluxos de investimentos dos países do G7 em que o Efeito Fisher foi rejeitado e para taxa de juros dos EUA.	96
Tabela 3.6. Teste de causalidade de Granger entre as séries da taxa de juros dos EUA e da conta financeira do Canadá entre 1979 e 2006.	97
Tabela 3.7. Teste de causalidade de Granger entre as séries da taxa de juros dos EUA e da conta financeira da Itália entre 1979 e 2006.	97
Tabela 3.8. Teste de causalidade de Granger entre as séries da taxa de juros dos EUA e da conta financeira do Reino Unido entre 1979 e 2006.	97

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
1.1 Colocação do problema, método e justificativa	12
1.2 Revisão sobre as duas tradições teóricas	19
1.2.1 A macroeconomia da política monetária	20
1.2.2 A economia-mundo como unidade de análise	28
1.3 Hipóteses e objetivos intermediários	38
2. UMA BREVE HISTÓRIA DO DÓLAR OU DA ESTRUTURA INSTITUCIONALIZADA	41
2.1 Construção da estrutura monetária mundial	41
2.1.1 O fim da <i>golden age</i> britânica	41
2.1.2 Construção do dólar como moeda mundial	45
2.1.3 Mais um passo na (des)construção do dólar como moeda mundial	64
2.1.4 O trabalho de Paul Volcker	71
2.2 Testes para verificar empiricamente a ocorrência de Efeito Fisher após 1979	79
3. EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS EUA NA LIQUIDEZ DO CENTRO DA ECONOMIA-MUNDO	89
3.1 O Fed influencia a liquidez mundial interferindo no nível de preços?	90
3.2 O Fed influencia os fluxos de investimentos dos países do G7?	96
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	100
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	104
6. BASE DE DADOS	107

coloca o indivíduo como o “ser” responsável da realidade existente, enquanto que a perspectiva dos sistemas-mundo utiliza estruturas sociais como esse “ser”.

As diferentes filosofias do Iluminismo das sociedades do Ocidente, a partir da segunda metade do século XVIII, desenvolveram as distintas escolas de pensamento do século XX, conforme apresentadas na Figura 1. Sobre a primeira tradição, ela tem origem no individualismo e empirismo como filosofias do Iluminismo. Adam Smith representa o elo entre as abordagens históricas e totalizantes aplicadas à sociedade e economia escocesas e a abordagem que passara a ser abstrata, individualista e a-histórica da economia clássica de epistemologia social utilitarista. A economia foi se libertando da totalidade social e de seu próprio passado, na medida em que a “ciência econômica” foi se desenvolvendo sob influência da física. E assim, essa vertente do Iluminismo foi se desenvolvendo, especialmente na Grã-Bretanha, com David Ricardo e John S. Mills até antes da primeira metade do século XIX. Prontamente durante e após o último quarto desse século, o processo de abstração, dedutivismo e a-historicismo foi se completando com a chamada revolução marginalista, na Áustria, por Carl Menger, e na Grã-Bretanha, por Alfred Marshall¹. Essa é a origem epistemológica que permeia a análise dos fluxos de capitais e desequilíbrios nas equações do Efeito Fisher e que orienta o estudo da política monetária de inúmeros bancos centrais mundo afora. Essa é a origem, portanto, da primeira tradição teórica a ser utilizada nesta pesquisa.

As origens filosóficas da vertente que trata dos conceitos da economia-mundo são o materialismo e o idealismo. A partir do materialismo, surgiram, como ontologia social, o holismo e o realismo. Essa primeira ontologia desenvolveu a epistemologia social positivista especialmente na França. Então, sob influência de Durkheim e da epistemologia social do materialismo dialético, que se originou na Alemanha a partir do realismo e do idealismo, surgiu a escola dos *Annales* na França². E essa escola incorporou a influência do idealismo Weberiano para formar a origem da tradição do pensamento que principiou os estudos da análise dos sistemas-mundo, a segunda tradição teórica a ser utilizada nesta pesquisa.

Investigações que seguem uma dessas duas tradições utilizam métodos distintos. Geralmente, esses enfoques teóricos adotam, ou o individualismo ou o estruturismo como método de investigação. O individualismo metodológico, segundo

¹ Lloyd (1995, p. 27-29).

² (*Id.*, *ib.*: p. 29-34).

Lloyd (1995), “tenta explicar os fenômenos e processos sociais, o comportamento e a consciência por referência às motivações e ações individuais”. Em outras palavras, esse método busca “explicar os fatos que são conceitualizados como fenômenos e entidades macroscópicas atribuindo sua causalidade e mesmo sua existência a seus componentes microscópicos”³. Isso decorre da preocupação sobre o que causa os fenômenos sociais ser exclusivamente o indivíduo.

Já o estruturismo metodológico “aborda a explicação mediante o desenvolvimento de conceitos da existência real distinta, porém ao mesmo tempo de mútua interdependência, de indivíduos e estruturas institucionais”⁴. A ontologia por trás da perspectiva dos sistemas-mundo e, por conseguinte de seu método incluso, confere a explicação aos fenômenos sociais às estruturas institucionalizadas. Nessa metodologia, o ambiente histórico (geográfico, social, intelectual e cultural) é a base material que estabelece condições para a operação de ações humanas estruturantes. Essas ações são necessárias para a reprodução ou transformação das estruturas institucionalizadas que explicam o resultado intencional e não intencional de processos sociais normais e anormais. Por sua vez, esses resultados constroem o novo ambiente histórico. Essa via de duas mãos – a estrutura determinando o indivíduo e o indivíduo construindo a estrutura –, diga-se de passagem, é a diferença em relação ao materialismo dialético, que busca criar leis imutáveis a partir da realidade tendo uma postura nomotética.

Enfatizando as diferenças ontológicas nos métodos das duas tradições filosóficas, o individualismo considera real apenas os eventos e pessoas individuais, assim como as ações e as crenças destas. A sociedade é um agregado de indivíduos, sendo o termo meramente instrumental. Para o estruturismo metodológico, a sociedade é considerada como sendo uma estrutura real de regras, papéis, relações e significados que deve ser produzida, reproduzida e transformada por indivíduos, ao mesmo tempo em que condiciona de modo causal as ações, crenças e intenções individuais⁵. Um problema que surge na definição do que é o “ser”, no individualismo metodológico, é que o conceito de indivíduo elimina as diferenças entre o mesmo, no sentido de que o todo é apenas o somatório das partes (atomismo). O exemplo disso é a definição de um “agente econômico”. Esse termo engloba todos os que estão

³ (*Id., Ib.:* p. 63).

⁴ (*Id., Ib.:* p. 64).

⁵ (*Id., Ib.:* p. 65).

envolvidos pelo mercado, mas sem fazer distinções qualitativas entre os indivíduos. Há, evidentemente, diferenças, porque apenas algumas pessoas realmente alcançaram e que de fato possuem certas características e capacidades – que os diferem do restante da população.

Apenas uma ínfima parte da população mundial alcançou a capacidade de acumular excedentes ora na produção, ora na usura, de acordo com a melhor conveniência. Karl Marx, pensador do século XIX que também contribuiu com o estruturismo metodológico, segmentou a sociedade em burgueses e proletários, reconhecendo os primeiros como a classe com maior grau de privilégios. Aproximadamente um século após as publicações de Marx, Fernand Braudel (1969), da Escola dos Annales, segmentou, com base na história, a sociedade em três níveis (vida material, economia de mercado e anti-mercado), sendo o terceiro nível o que oferece o mais alto grau de liberdade de escolha aos indivíduos. Por uma racionalidade ao agir, esses indivíduos buscam primordialmente o monopólio. Este terceiro nível, hoje como no passado, antes e depois da revolução industrial, é o verdadeiro lar do capitalismo. Eles possuem também outras duas qualidades: flexibilidade e ecletismo – definidos por certa racionalidade, por um modo de agir – para oscilar entre atividades produtoras de mercadoria e comércio e atividades financeiras, dependendo de qual obtiver a máxima rentabilidade. O segundo nível corresponde ao lugar das trocas e é composto por pessoas que estão expostas à concorrência e estão integradas na “economia mais visível”. E o nível da vida material incorpora as pessoas que vivem na subsistência, onde o anti-mercado tenta cravar suas garras, mas não o consegue totalmente. Em contrapartida a essa segmentação, a simples definição do “ser”, no individualismo metodológico, leva a crer que todos os indivíduos são homogêneos simplesmente por serem proprietários de fatores de produção, por exemplo capital e trabalho. A combinação de ontologias, nesta pesquisa, é o ponto controverso e será retomada no capítulo de conclusão.

Há dificuldades na tentativa de quantificar os efeitos de ações individuais sobre a análise de uma estrutura. Isso se inicia na preocupação de cada tradição na questão da definição do que é o “ser”. Instrumentalmente no individualismo metodológico, uma sociedade, é um agregado de indivíduos que pode ser comparada com outras sociedades através de variáveis agregadas, pois os indivíduos adotam comportamentos semelhantes devido a uma mesma racionalidade. Logo dois agregados de populações, que apresentam dois níveis de produto diferentes, são

comparáveis entre si porque os agentes econômicos agem sob uma mesma racionalidade, cabendo à teoria econômica, descobrir qual é o padrão que governa as ações individuais. De outra forma, visto pelo lado estruturalista, cada sociedade tem uma formação e trajetória histórica diferente que impossibilita a comparação “meramente” quantitativa. Segundo Ebbinghaus (2003), surge então um problema na consecução de modelos econométricos nas ciências sociais. O problema aparece na escolha dos casos (os Estados), pois não há como evitar todos os tipos de viés na seleção da amostra porque os Estados são sempre resultados de contingências históricas e políticas⁶. Ebbinghaus apresentou uma pesquisa que compara países na questão do bem-estar social para descrever os problemas dos estudos *cross-section* ou *cross-nation*, e por conseguinte do modelo painel. Ele demonstrou que os casos escolhidos limitam os problemas a serem levantados, não sendo também eliminado o problema do viés de escolha tanto em modelos de alto quanto de baixo grau de liberdade, permanecendo assim algum grau de arbitrariedade nos modelos.

Buscando encontrar uma forma para comparar quantitativamente contingências distintas, a alternativa para superar o problema do viés citado por Ebbinghaus (2003), nesta pesquisa, passa a ser a utilização de séries temporais. Ao invés de agrupar, numa mesma equação, as variáveis macroeconômicas de distintas economias, elas são analisadas fazendo-se a interação entre cada uma delas e a política monetária do Fed através de vetores auto-regressivos (VAR). São construídos então modelos que busquem demonstrar a interação par a par entre a variável que o banco central dos EUA controle (a taxa de juros do Fed Funds ou o índice doméstico de preços ao consumidor) e outra variável de interesse de um outro país. Os vários modelos passam a indicar a interferência do Fed em outros pontos da economia-mundo. A simplicidade dos modelos VAR construídos não indica se uma ou outra variável tem significância explicativa na série temporal de interesse, apenas analisa a interação entre os pares de séries. Diferentemente do método *cross-section*, a variável explicada (a variável de interesse de algum país) apenas depende de uma série temporal (a variável controlada pelo Fed) e de seus valores e erros defasados. A escolha do G7 foi feita por eles pertencerem à órbita dos EUA e estarem em semelhantes níveis de produto nacional bruto *per capita*⁷. Logicamente há um viés

⁶ Ebbinghaus (2003, p.7).

⁷ Os diferentes níveis de PNB *per capita* indicam se um país se encontra no centro, semiperiferia ou na periferia. Esse agregado indica o quanto em média cada cidadão de um país consegue produzir

nessa escolha – todos os países são centrais e possuem mercados financeiros desenvolvidos –; mas cada modelo VAR em si contém e oferece informações comparáveis entre si e com a estrutura institucionalizada. Dessa forma, a heterogeneidade dos Estados, a responsável pelo viés, passa a não ser mais um empecilho analítico na construção dos modelos.

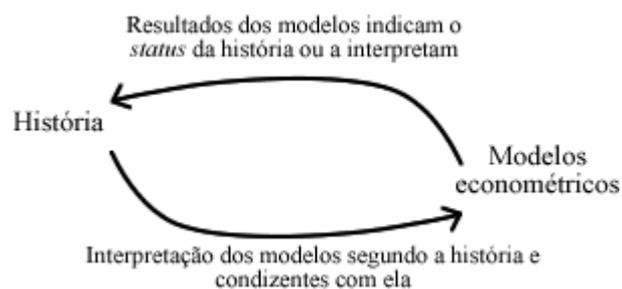


Figura 2. Método de análise quantitativa e histórica usado nesta pesquisa
Fonte: Elaboração do autor.

A combinação das duas tradições se dá através de dois sentidos de interpretação, conforme mostrado na Figura 2: (1) interpretação dos modelos econométricos segundo a lógica da conjuntura analisada; e (2) interpretação e fundamentação da história com base nos resultados dos modelos. Ademais, a um elevado grau de probabilidade, o resultado quantitativo gerado expressa a realidade histórica. A investigação para se encontrar uma “verdade” de maior grau passa a ser um processo dialético e ela então viria ou emergiria da colocação dos modelos justapostos à história. Modelos macroeconômicos por natureza são a-históricos, mas os resultados das séries temporais construídas nesta pesquisa fundamentam as conclusões acerca da história nos últimos trinta anos, como auxílio à própria narrativa. Essa aplicação da econometria na história visa minimizar a arbitrariedade no qual recai o método histórico, pois a concatenação da argumentação depende da interpretação de fontes historiográficas. Para diminuir também a arbitrariedade da análise quantitativa, os modelos são interpretados a partir da história na conjuntura analisada e ao mesmo tempo têm como objetivo indicar probabilisticamente o *status*

mundialmente, uma vez que nele está contabilizada a produção interna mais a diferença entre a renda enviada e recebida de outros países. Essa média, dividida pela PNB *per capita* do núcleo orgânico é conhecida por comando do valor agregado. A seção 1.2.2 volta a esse ponto.

da história no que tange à capacidade de interferência das políticas do Fed no restante do G7.

Sobre os níveis da história, a análise feita por Fernand Braudel se perfaz através de três tipos de durações cronológicas ou temporalidades: uma história lenta, quase imóvel em que, sob uma mesma lógica, há a recorrência de ciclos; uma história conjuntural, lentamente ritmada, de aproximadamente 10, 25, ou no limite do meio século de Kondratieff; e, por fim a história do tempo curto da vida cotidiana, ou os fatos das ocorrências jornalísticas. Um exemplo da primeira temporalidade, a *longue durée*, são quatro ou cinco séculos de vida econômica, com alguns traços comuns que permanecem imutáveis, que obedeciam a certa coerência até as agitações do século XVIII e da Revolução Industrial que não cessaram até hoje. A ilustração da segunda temporalidade são as conjunturas, os ciclos ou “interciclos”. Por exemplo: os preços ascendentes, na Europa, entre 1791 a 1817, e sua baixa 1817 a 1852. E é justamente a conjuntura que liga um evento do tempo curto à longa duração⁸. Esta pesquisa se apropria dessa forma de interpretar a história, dando ênfase ao nível conjuntural.

A revisão dessas durações cronológicas e a apresentação da atual conjuntura, ou da atual fase de expansão financeira do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano, são essenciais para os objetivos da pesquisa, pois qualquer conclusão a partir dos resultados dos modelos deve ter coerência com a atual expansão. A apresentação dos conceitos dos sistemas-mundo é feita na seção 1.2.2,

A justificativa desta pesquisa é contribuir, primeiramente, com a compreensão do atual estado da economia-mundo e, por conseguinte, da hegemonia norte-americana. Esta contribuição tem sua relevância e também poderia ser feita através de inúmeros outros métodos – um exemplo são os estudos sobre a posição dos investimentos internacionais líquidos (sigla em inglês NIIP) dos EUA. Secundariamente, é contribuir com a análise dos sistemas-mundo ao se introduzir modelos econométricos de séries temporais. Utilizar um referencial teórico macroeconômico conjuntamente de séries temporais auxiliando a análise da economia-mundo é uma contribuição apenas pelo fato dessa combinação não ser usada na perspectiva dos sistemas-mundo, pois esta é uma ciência social histórica. Ao se fazer essa combinação de tradições surgiu a necessidade de criar um novo método que talvez seja uma contribuição em si, mas por ele ser novo e original está sujeito a

⁸ Braudel (1969, p. 13, 14, 45, 47, 48 e 52).

imprecisões, debilidades e críticas. Contribuir com qualquer um dos dois marcos teóricos em separado não é uma ambição deste trabalho.

1.2 Revisão sobre as duas tradições teóricas

Dois enfoques são ressaltados e combinados nesta pesquisa: a economia monetária e a análise dos sistemas-mundo. Esta seção apresenta uma breve revisão teórica das duas tradições. O objetivo da revisão da macroeconomia é identificar como podem surgir fluxos financeiros, através de desequilíbrios da equação do Efeito Fisher, a partir de decisões de política monetária. Em seguida, a revisão sobre a perspectiva dos sistemas-mundo apresenta a lógica que opera o capitalismo como sistema social histórico e as recorrências que compõe o marco analítico dos ciclos sistêmicos de acumulação. Com esse suporte teórico, o Capítulo 2 apresenta a formação da estrutura institucionalizada por onde opera a influência do dólar dos EUA para os objetivos de poder desse Estado, sendo a parte de análise histórica desta pesquisa. E, também com o suporte desta revisão teórica, o Capítulo 3 apresenta os modelos que mensuram o impacto da política monetária dos EUA no restante do G7. A utilização de duas tradições teóricas objetiva minimizar as arbitrariedades tanto da análise histórica quanto da quantitativa, portanto a combinação.

O primeiro enfoque teórico utilizado nesta pesquisa caracteriza tradicionalmente uma descrição macroeconômica de causa e efeito da política monetária de um banco central sobre a preferência de residentes e estrangeiros por determinados ativos e as conseqüências disso na formação de fluxos de capitais no curto prazo. O segundo enfoque – a perspectiva dos sistemas-mundo – não considera que os diferentes Estados tenham dinâmicas independentes, ou seja, que eles possam ser analisados de forma separada; mas considera que eles compõem o sistema interestatal, formando uma única economia-mundo com dinâmica própria. Este enfoque interpreta os acontecimentos locais como manifestações de um todo. Apresentados esses dois enfoques, objetiva-se então aplicar o primeiro conjunto teórico no funcionamento do segundo – explicitamente sem ter a intenção de refutar a validade de nenhuma das teorias – e assim formalizar o impacto da política monetária do Fed na economia-mundo.

1.2.1 A macroeconomia da política monetária

O objetivo da colocação deste marco teórico é mostrar como as decisões de política monetária de um Estado interferem em variáveis macroeconômicas de outro Estado. Nesta pesquisa, as suposições necessárias para a construção das equações que expressam os movimentos da inflação, das taxas de juros e de câmbio de duas jurisdições são as seguintes: os agentes econômicos⁹ formulam expectativas racionais; não há rigidez de preço, há livre mobilidade de bens, serviços e capitais e, por conseguinte, há paridades de juros e de preços internacionais; não há viés doméstico, e; tudo mais constante. Não se está incorporando a possibilidade de informação assimétrica, não havendo riscos¹⁰.

Uma suposição importante é a paridade do poder de compra da moeda. Diferenças no ritmo de aumento da produção em dois países ocasionam diferentes ritmos de expansão monetária. Havendo descompassos entre as expansões produtiva e monetária, há conseqüentes mudanças nos níveis de preços esperados em cada país. Sendo os ritmos de mudança nos níveis de preços diferentes em cada país, a preservação da relação entre o poder de compra doméstico e estrangeiro de cada moeda se dá através do ajuste “automático” da taxa de câmbio entre esses países¹¹. Tudo o mais constante, a abordagem monetária leva à conclusão de que a taxa de câmbio entre duas moedas acompanha as ofertas de moeda nesses países. A paridade do poder de compra relativo enuncia que uma mudança percentual na taxa de câmbio entre duas moedas em qualquer período é igual à diferença entre as mudanças percentuais dos níveis de preços nacionais. A Equação 1 ilustra um exemplo dessa relação para países *quaisquer*, no caso utilizando-se dos rótulos EUA e Brasil, sendo expressa a seguinte relação entre as variáveis:

⁹ Agentes econômicos, conceito originado do individualismo como filosofia do iluminismo, é uma suposição e caracterização feita para se poder, de certa forma, fazer generalizações do comportamento dos indivíduos dado condicionamentos iniciais. E assim as deduções, ou previsões racionais, podem ser feitas a partir de suposições anteriores, encadeando a seqüência de equações desta seção. Isso é um exemplo do individualismo metodológico na medida em que a natureza, experiência, disposições e intenções humanas explicam a sociedade como padrões de comportamento coletivamente organizados (Lloyd, 1995, p. 62).

¹⁰ Há modelos que reconhecem e incorporam informações assimétricas através de uma medida de risco ou *spread* para diminuir o erro. Nesta pesquisa é assumido que os investidores são neutros ao risco e não é feito uma verificação empírica sobre esse quesito.

¹¹ Essa afirmação se sustenta simplesmente na definição de taxa de câmbio real (nível de preços estrangeiro dividido pelo nível de preços doméstico) que tende a se manter constante. Mudanças nominais acompanham o ajuste real da taxa.

(Equação 1)
$$\prod_{EUA}^e - \prod_{BR}^e = (E_{\$/R\$}^e - E_{\$/R\$})/E_{\$/R\$}$$

\prod_{EUA}^e : inflação que se espera que se prevaleça nos EUA de hoje a um ano

\prod_{BR}^e : inflação que se espera que se prevaleça no Brasil de hoje a um ano

$E_{\$/R\e : taxa de câmbio (dólares por reais) que se espera que se prevaleça de hoje a um ano

$E_{\$/R\$}$: taxa de câmbio atual (dólares por reais)

Engel e Rogers (2006) sustentam que a paridade poder de compra da moeda no longo prazo existe entre países avançados (países do G7 mais Suécia, Suíça e Noruega) há pelo menos mais de 25 anos. Há certo grau de consenso sobre que essa paridade se mantenha nas economias centrais. Segundo Rogoff (1996 Apud Engel; Rogers, 2006), “at long last, a number of recent studies have weighed in with fairly persuasive evidence that real exchange rates tend toward purchasing power parity in the long run”¹². Utilizando a evidência empírica de Engel e Rogers, esta pesquisa assume a paridade poder de compra e não busca refazer esse teste para o período de análise do teste do Efeito Fisher (1979-2006) realizado no próximo capítulo.

Tendo as suposições acima como dadas, há a tendência de que as taxas de juros internacionais convirjam para uma situação teórica de equilíbrio, ou que elas se movam para tal situação porque os ganhos de arbitragem se diluem com o aprendizado dos agentes. A condição de que os rendimentos esperados dos juros em quaisquer duas moedas sejam iguais quando medidos em uma mesma moeda é denominada condição de paridade de juros. O enunciado da equação que iguala as taxas de juros de depósitos, utilizando os rótulos da equação anterior, às expectativas de mudança percentual na taxa de câmbio, é descrita da seguinte forma:

(Equação 2)
$$i_{\$} = i_{R\$} + (E_{\$/R\$}^e - E_{\$/R\$})/E_{\$/R\$}$$

$i_{\$}$: taxa de juros dos Estados Unidos

$i_{R\$}$: taxa de juros do Brasil

Desde que a taxa real de juros é a taxa nominal descontada da inflação esperada e a expectativa de variação da taxa de câmbio real é a expectativa de variação da taxa nominal de cambio mais a diferença entre as inflações esperadas, estrangeira e doméstica, a relação expressa na Equação 2 é válida também em termos reais. Segundo Taylor (1995), a relação entre taxas real e nominal de juros é guiada por duas suposições: expectativas racionais e rigidez de preços e salários. Uma variação na taxa nominal acarreta uma variação na taxa real se a taxa de inflação

¹² Engel; Rogers (2006, p. 1072).

esperada racionalmente não variar na mesma proporção. Se as expectativas forem racionais, a expectativa de mudança de preços num horizonte curto irá se ajustar de forma lenta por causa do lento ajustamento dos preços e salários. E por causa desse lento ajustamento, um aumento na taxa de juros nominal acarretaria num aumento na taxa de juros real no curto prazo. No longo prazo, entretanto, a taxa real convergiria para seu valor de equilíbrio na medida em que os preços ou a taxa nominal e as expectativas se ajustem¹³.

Segundo Huisman *et al* (1998), a maior parte da literatura rejeita a condição de paridade descoberta de juros. Contudo, genericamente, os estudos não levam à conclusão que a paridade descoberta é inválida, mas apenas não se sustenta por uma grande variedade de causas. Exemplos desses argumentos é a existência de prêmios de riscos que variam ao longo do tempo, problemas de peso, ineficiências de mercado, auto-correlação persistente negligenciada nos prêmios futuros e outros problemas menores que recebem culpa pela falta de resultados confirmativos. Huisman *et al* (1998), no seu artigo, adotaram uma alternativa metodológica que permite evitar a maioria dos problemas acima mencionados através de um modelo painel com efeito aleatório. Eles sustentam que não há rejeição da paridade descoberta (entre Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Holanda, Noruega, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e os EUA, no período 1979-96), mas de forma não tão severa como nas estimações de séries temporais padrões¹⁴. Baseado nesse trabalho, esta pesquisa assume que a paridade descoberta, assim como a paridade poder de compra, se sustenta, não sendo necessária tampouco mais um teste empírico estendendo o período por mais uma década para se adequar à duração do teste empírico do Efeito Fisher exposto no próximo capítulo.

Supondo expectativas estáticas, taxas de câmbio flutuantes e mobilidade perfeita de capital, haveria a igualdade entre as taxas de juros reais de ambas as jurisdições, aproximadamente como previsto no Efeito Fisher, demonstrado mais abaixo. Nesse caso, mudanças na política fiscal, por exemplo, não afetariam o produto, apenas a taxa de câmbio real. Dado um nível de inflação, o produto estaria apenas determinado pela política monetária. Supondo expectativas racionais e mobilidade perfeita de capitais, a Equação 2 indica que o rendimento de um depósito em dólares tem que ser igual ao rendimento de um depósito em reais mais a

¹³ Taylor (1995, p. 13, 14).

¹⁴ Huisman *et al* (1998, p. 213, 226 e 227).

expectativa da mudança percentual esperada entre as duas moedas $[(E_{\$/R\$}^e - E_{\$/R\$})/E_{\$/R\$}]^{15}$. A suposição de expectativas racionais é suficiente, no curto prazo, como demonstrado no fenômeno do *overshooting* abaixo, para o desencadeamento do mecanismo de transmissão dos efeitos da política monetária de um país para outros países, dado que há mudanças na taxa de câmbio.

Overshooting da taxa de câmbio é uma situação em que a reação inicial da taxa nominal de câmbio após um choque monetário é maior que a resposta no longo prazo. Supõe-se que inicialmente $i_{\$} = i_{R\$}$ e que não haja expectativas de mudanças na taxa de câmbio. Então o Fed resolve optar por uma política monetária expansionista, reduzindo a taxa de juros, dado um certo nível de produto e inflação. Modelos keynesianos geralmente descrevem que mudanças monetárias não geram efeitos reais no longo prazo por haver mudanças de preço e da taxa de câmbio. No curto prazo, entretanto, a depreciação causada logo após o choque poderia ser maior que seu valor de longo prazo e então a taxa de câmbio apreciar-se-ia gradualmente. Assim, na Equação 2, $i_{\$}$ diminuiria após o choque com a expectativa de um aumento na taxa de câmbio. Ainda no curto prazo, uma maior taxa de câmbio real implica que os bens brasileiros tornar-se-iam mais caros relativamente aos similares dos EUA. Como consequência, residentes dos EUA e estrangeiros estariam propensos a aumentar as compras feitas nos EUA em detrimento dos similares brasileiros. Logo os investimentos planejados e o produto da economia dos EUA aumentariam¹⁶.

A combinação entre as duas paridades acima, do poder de compra e de juros, é conhecida como efeito Fisher. Tudo mais constante, um aumento na taxa de inflação esperada de um país causará uma elevação igual na taxa de remuneração que os depósitos em sua moeda oferecem, sendo verdadeiro para o mesmo ocorrendo no outro Estado. Esse efeito é representado pela equação abaixo:

(Equação 3)
$$i_{\$} - i_{R\$} = \Pi_{EUA}^e - \Pi_{BR}^e$$

A Equação 3 mostra que a diferença das inflações esperadas em cada um dos países condiciona a diferença das taxas de remuneração de depósitos nessas duas jurisdições. Reordenando os termos, a taxa de juros dos EUA menos a inflação esperada de sua moeda é igual à taxa de juros brasileira menos a inflação esperada do

¹⁵ Taylor (1995, p. 15).

¹⁶ Romer (2006, p. 232 e 235).

real. Em outras palavras, as expectativas do retorno real de cada um dos depósitos são as mesmas e se equilibram teoricamente devido às suposições acima. Há uma diferença entre a igualdade demonstrada nesse re-ordenamento e a igualdade das taxas de retornos reais expressas através das expectativas estáticas¹⁷. Uma vez mostrada na Equação 2 que as diferenças entre as taxas de juros correspondem à variação cambial, a diferença é que em se reordenando as variáveis para o Efeito Fisher, a igualdade que se está trabalhando é entre o retorno das taxas de juros acrescidas da inflação que se espera no próximo período, incorporando-se também as expectativas de mudança cambial. Em resumo, pese os diferentes ritmos de inflação nos dois países e as expectativas de oscilações na taxa de câmbio nominal, as rentabilidades esperadas devem ser as mesmas pelo menos *após* o curto prazo.

O conjunto de equações e suposições revistas até aqui mostra que alterações na inflação esperada, decorrentes da expansão da moeda¹⁸, geram alterações nos valores da taxa de câmbio esperada, que devem ocorrer para não haver diferenças nas taxas de retorno real futura. Esta pesquisa não investiga empiricamente se as mudanças ocorrem de forma simultânea no conjunto dos Estados escolhidos; apenas demonstra se há um equilíbrio de longo prazo entre a diferença da inflação esperada dos EUA e do outro país do G7 e a diferença entre a taxa de juros dos EUA e do outro país do G7. Por haver todo esse conjunto de suposições, testa-se a Equação 3 sem ter a necessidade de passar pela taxa de câmbio, pois as três equações se sustentam ou desmoronam juntas. Espera-se que, numa relação de longo prazo, os agentes

¹⁷ A suposição da mobilidade perfeita de capital implica que se houver alguma diferença na taxa de retorno esperada em países diferentes, os investidores colocariam todo seu dinheiro no ativo de maior rendimento. Mas isso não acontece. Por haver proprietários de títulos públicos de diversos países, espera-se que as taxas de retornos sejam iguais. Expectativas estáticas sobre as taxas reais de juros intuem haver igualdade entre as taxas doméstica e a estrangeira. Essa expectativa também supõe que não há mudanças na taxa de câmbio real esperada pela dificuldade de se encontrar evidências de movimentos previsíveis dessa taxa. Outra explicação para haver proprietários de títulos públicos de diversos países ocorrendo sem haver igualdade entre os retornos das taxas doméstica e estrangeira é dado pelas expectativas racionais. Sob mobilidade perfeita de capitais, as diferenças entre as taxas de juros reais devem ser neutralizadas pelas expectativas dos movimentos das taxas de câmbio reais. A taxa real doméstica pode exceder a estrangeira apenas se houver uma expectativa de depreciação em termos reais da moeda doméstica (Romer, 2006, p. 232 e 235). Em ambas as expectativas, o retorno real esperado de cada um dos depósitos deve ser o mesmo.

¹⁸ Existem muitas fontes potenciais de inflação: o nível de preços pode aumentar como consequência de aumentos na oferta de moeda; aumentos nas taxas de juros; reduções no nível de produto agregado e reduções na demanda por moeda para um dado nível de produto e de juros. Entretanto, há uma ênfase no fator crescimento da oferta monetária como sendo responsável pelos aumentos persistentes no nível de preços. (*Id., Ib.*: p. 497) acredita nessa ênfase porque (1) declínios persistentes no nível do produto são improváveis, (2) a componente inflação esperada da taxa nominal de juros reflete a própria inflação e (3) a variação do componente taxa real de juros é limitada e porque não há razões para uma queda na demanda por moeda para um dado nível de produto e de juros.

econômicos racionais parem de errar, diluindo assim os ganhos em arbitragem. Mas, segundo Taylor, havendo desequilíbrios entre as taxas de remuneração há consequências destes, como demonstrado mais abaixo na Equação 4. Sobre o equilíbrio das equações, “[if] this relationship did not hold, of course, then capital would flow to the country with higher returns until the expected returns were again equalized in both countries” (1995, p. 15). Ainda não há consenso sobre o que explica os freqüentes desvios na paridade dessa equação. Mudanças nas expectativas racionais dos agentes os quais passam a exigir um prêmio de risco maior sobre ativos no exterior, talvez por causa de bolhas especulativas, podem explicar essas discrepâncias. Outra hipótese explicativa é que os diferentes ativos denominados em diferentes moedas são tratados como substitutos imperfeitos entre si¹⁹.

A diferença entre as taxas doméstica e estrangeira é a condição para se assumir fluxos de capitais:

(Equação 4)
$$FC = FC(r_{\$} - r_{RS})$$

FC : fluxo de capital

$r_{\$}$: taxa de juros reais esperada nos EUA

r_{RS} : taxa de juros reais esperado no Brasil

Sobre a livre mobilidade de capitais, a liberalização comercial e financeira *ipso facto* foi bastante lenta e heterogênea após a Segunda Guerra. Nesta pesquisa, os modelos apresentados assumem mobilidade perfeita de capitais. Assumir mobilidade perfeita de capitais é uma boa opção somente em se tratando de alguns poucos casos e em Estados centrais, onde as barreiras para o investimento estrangeiro são pequenas e os investidores estão dispostos a fazer grandes mudanças em seus *portfolios* em resposta às pequenas diferenças nas taxas de remuneração²⁰. O teste empírico do Efeito Fisher é uma replicação de uma teoria acerca do que ocorre nas transações internacionais através de um modelo. Sua rejeição, numa relação de longo prazo, significa que as paridades descritas nas Equações 1 e 2 também não se sustentam. Significa ainda, que ganhos em arbitragem não se diluem no longo prazo, ou, na pior das hipóteses, que os agentes econômicos racionais continuam errando sistematicamente. Não encontrar o Efeito Fisher no longo prazo, no entanto, não significa dizer que a teoria é inválida; simplesmente ela não foi evidenciada por

¹⁹ Taylor (1995, p. 16).

²⁰ Romer (2006, p. 232).

insuficiência na modelagem ou pela ausência de algum pressuposto necessário. Custos de transação e desejo de diversificação, segundo Romer (2006, p. 236), são dois bons motivos para que um investidor individual não coloque toda sua riqueza em títulos de um único país em resposta a pequenas diferenças nas taxas de remuneração. Por conseguinte, a neutralidade ao risco e o viés doméstico também são suposições relevantes que poderiam ser incorporadas aos modelos. As desigualdades nas taxas de remuneração dos títulos podem ser atribuídas ao reconhecimento de suposições acerca do comportamento individual. Um exemplo disso seria um país *Z* constantemente oferecer um *spread* de $\alpha\%$ em relação ao título dos EUA por causa de uma percepção de risco dos investidores.

Metodologicamente, este ponto é extremamente importante. O objeto desta pesquisa não é avaliar o comportamento individual e sim as propriedades estruturais, ou o *status* da hegemonia norte-americana no moderno sistema-mundo, conceitos que são descritos na seção seguinte. Nesse sentido, a suposição de haver algo mais que a simples liberdade de fluxos financeiros baseada apenas na remuneração real esperada visa relacionar a ação individual (investir no mercado de bens e serviços ou no mercado monetário, dadas diferentes taxas de remuneração e de juros; ou investir no Estado *X* ou no Estado *Y*) com possíveis relações com as propriedades estruturais (o *status* da potência hegemônica do sistema-mundo). Usar o resultado de testes de Efeito Fisher significa uma aplicação do individualismo metodológico como argumento num conjunto de estruturas institucionalizadas típicas da abordagem do estruturismo metodológico. Sendo que, como foi visto, o estruturismo e o individualismo se diferem quanto à ontologia e à metodologia. A análise empírica do Efeito Fisher segue a lógica do método individualista, mas sendo o resultado analisado sob a perspectiva do sistema mundo.

Os termos de troca do comércio internacional e os fluxos de capitais significam entrada e saída riqueza de uma determinada jurisdição. Há ainda o equilíbrio entre o saldo dos fluxos de capitais e o saldo comercial de bens e serviços. Esta pesquisa não busca verificar empiricamente se o equilíbrio dos balanços de pagamentos no conjunto de Estados da economia-mundo é condicionado por um ou outro fator. O ponto relevante são as políticas monetárias de cada Estado que podem induzir, se $r_{\$}$ não for igual a $r_{R\$}$ por exemplo, a formação de fluxos de capitais. Se $r_{\$}$ for maior que $r_{R\$}$, haveria maior demanda por títulos dos EUA em comparação aos brasileiros, logo a variável FC, da Equação 4, seria positiva para os EUA. Esse

equilíbrio é dado porque os bancos centrais não possuem reservas eternas para assumir constantes desequilíbrios. Por isso, baseados nessa restrição e nas capacidades produtivas de cada Estado, os diferentes *policy makers* vão se orientar para atrair maior riqueza para seus territórios.

Os desequilíbrios na equação do Efeito Fisher, que geram a variável FC, e uma rigidez temporária de preços face à política monetária²¹ alteram as taxas de câmbio real após alguma decisão de política monetária. Assim sendo, o lado real da economia pode ser afetado, mesmo que temporariamente, com as mudanças na oferta de moeda dos EUA. A consequência dessa reformulação nas suposições faz com que se assumam desequilíbrios nas equações, pelo menos no curto prazo. Dada a rigidez e “imperfeições” na economia, as mudanças nas taxas nominais de câmbio e de juros afetam as taxas reais. Essas mudanças nas taxas reais então proporcionam efeitos no curto prazo nas exportações reais líquidas, no consumo e investimentos reais, e, por conseguinte, no PIB real²². O estudo do mecanismo de transmissão da política monetária almeja sobre os impactos desses desequilíbrios.

O mecanismo de transmissão é o processo através das quais as decisões de política monetária se espresam em mudanças no produto interno bruto e na inflação. Os bancos centrais atuam no mercado aberto para guiar a taxa de juros de curto prazo de um modo desejado. Ao invés de mudar a oferta monetária para uma dada quantia e deixar que taxa convirja, de forma implícita pela demanda por moeda, a um ponto de equilíbrio, os bancos centrais ajustam a oferta de *high-powered money* (base monetária de alta liquidez) para dar movimentos desejados às taxas de juros de seus títulos públicos. Existem muitos canais por onde a política monetária atua. Os estudos desses canais se diferem na ênfase que se dá às diversas variáveis: dinheiro, crédito, taxa de juros, taxa de câmbio, preços dos ativos, e papel dos bancos ou de outras instituições financeiras²³.

Se tudo mais constante, assumindo uma rigidez temporária de preços, uma redução nominal na taxa de juros, por exemplo, aumenta a taxa de câmbio no curto

²¹ Assumir certa rigidez de preços no curto prazo para construir o mecanismo de transmissão está pautado no trabalho de Taylor. Segundo ele “[the] relationship between real interest rates and nominal interest rates is guided by two key assumptions that underlie most financial market price models: rational expectations and rigidities of wages and goods prices. Although rational expectations is sometimes thought to imply perfectly flexible wages and goods prices, most empirical rational expectations models of the transmission mechanism assume temporary wage or price rigidities” (1995, p. 13).

²² (*Id., Ib.:* p. 14).

²³ (*Id., Ib.:* p. 15).

prazo, gerando implicações positivas nas importações líquidas reais e, por conseguinte, no produto real. E no longo prazo, há o desaparecimento dessas implicações, pois o efeito Fisher passa a prevalecer com os preços se estabilizando em outro patamar. Nesses termos, o mecanismo de transmissão da política monetária de um Estado pode ser desencadeado, gerando conseqüências em outros Estados por haver mudanças na taxa de câmbio real. E, a partir do desequilíbrio gerado na paridade de juros por esse aumento, o saldo positivo da conta de capitais estaria comprometido temporariamente.

Sumarizando, esta revisão teórica apresentou as suposições acerca da remuneração definida pelos bancos centrais dos títulos públicos de dois Estados. São elas: (1) a condição de paridade de juros que, por expectativas racionais, assume haver igualdade entre a remuneração real de títulos públicos de diferentes países mesmo havendo mudanças na taxa de juros nominal; e (2) a rigidez temporária de preços no curto prazo. Em boa medida, isso explica porque a Equação 3 pode assumir desequilíbrios, deixando ainda margem para a explicação causal de outras variáveis não tratadas aqui.

Feita a apresentação da primeira tradição teórica, a próxima seção trata da análise dos sistemas-mundo

1.2.2 A economia-mundo como unidade de análise

O objetivo desta seção é apresentar a estrutura institucionalizada – ambiente histórico geográfico, social, intelectual e cultural que é a base material que estabelece condições para a operação de ações humanas estruturantes. E a partir dessa contextualização se coloca a teoria macroeconômica vista na seção anterior de forma a explicar como choques na taxa de juros causam impactos na liquidez da economia-mundo. Formalizar os impactos da política monetária dos EUA na análise dos sistemas-mundo é verificar se ações humanas estruturantes – a ação de “indivíduos economicamente racionais” que buscam maximizar o rendimento de suas carteiras de investimentos a partir das decisões do Fed – estão sendo de alguma modo determinadas pelas as estruturas institucionalizadas do sistema-mundo.

A análise dos sistemas-mundo parte do princípio de que há uma totalidade, um sistema, que não necessariamente cobre todo o planeta, mas que impõe uma dinâmica para todas as partes integrantes. A imposição de uma dinâmica por parte da totalidade

sobre as partes não é uma suposição analítica; é uma construção histórica concreta. Segundo Wallerstein (2000):

o capitalismo histórico é o *locus* concreto – integrado e delimitado no tempo e no espaço – de atividades produtivas cujo objetivo econômico tem sido a acumulação incessante de capital; esta acumulação é a “lei” que tem governado a atividade econômica fundamental, ou tem prevalecido nela. É o sistema social no qual aqueles que operam segundo essas regras produziram um impacto tão grande sobre o conjunto que acabaram criando condições às quais os outros foram forçados a se adaptar ou cujas conseqüências passaram a sofrer. É o sistema social em que o alcance dessas regras (a lei do valor) se ampliou cada vez mais, em que sua imposição se tornou cada vez mais firme e sua penetração no tecido social cada vez maior, mesmo quando teve de enfrentar uma oposição social mais enfática e organizada²⁴.

O estudo sobre a política monetária no capitalismo histórico visa responder o problema central desta pesquisa, na medida em que a unidade de análise da pesquisa passa a ser a economia-mundo, ou um recorte analítico dela, e não mais o Estado nacional. Os efeitos da política monetária dos EUA manifestados nos países do G7 são estudados através dessa unidade que na realidade é uma construção em perspectiva histórica. Sobre o método de análise da perspectiva dos sistemas-mundo, Wallerstein utiliza uma abordagem marxista e estruturalista para descrever a história do sistema mundial moderno. A totalidade do mundo determina os modos particulares de produção existentes em locais e épocas particulares. Wallerstein afirma a existência de um sistema holístico que controla e estrutura as economias em seu interior. E também atribui a um agente coletivo reificado dentro da estrutura, um portador da história (a burguesia), como agente responsável pelas mudanças ou transformações²⁵.

O moderno sistema-mundo não é o primeiro – antes da Idade Moderna havia vários mini-mundos ou impérios autônomos²⁶ – e não vai ser o último, segundo Wallerstein (2001), pois este se encontra em crise estrutural após quinhentos anos de florescimento²⁷. O que diferencia o moderno sistema, capitalista, de outros sistemas sociais é a lógica da acumulação interminável de capital. O capital é o estoque de trabalho passado não consumido, mas que deve servir para acumular mais da mesma

²⁴ Wallerstein (2000, p. 18).

²⁵ Lloyd (1995 p.102).

²⁶ Até, aproximadamente, o século XV, havia inúmeras economias-mundo, o que Braudel definiu como sendo “um pedaço do planeta economicamente autônomo, capaz, no essencial, de bastar-se a si próprio, e ao qual suas ligações e trocas internas conferem certa unidade orgânica” (1998, p. 12).

²⁷ Wallerstein (2001, p. 40).

coisa, com o objetivo de auto-expansão. E essa expansão apenas foi possível graças à nova organização social, que levou à união da nova classe em ascensão, a burguesia, com o monopólio do poder, o Estado.

Ocorreu que esse sistema, por produzir mais riqueza através dessa lógica, passou a se prevalecer sobre os outros sistemas até então. Não que acumular nunca tivesse sido uma lógica predominante em outros tempos históricos, mas sempre houvera a insuficiência ou descontinuidade de algum fator produtivo para que novas re-inversões de lucros pudessem prosseguir. A disposição de insumos produtivos, por exemplo, a existência de oferta de mão-de-obra ou a disponibilidade de liquidez monetária são fatores que antes não existiam de forma abundante e ininterrupta para que a acumulação pudesse fechar seu ciclo e tornar-se incessante. Anteriormente, talvez a idéia de propriedade privada não fosse suficientemente consensual, ou não havia mercados consumidores, ou, simplesmente, poderia haver certos condicionantes de algumas culturas e suas instituições que impediam o funcionamento da lógica que tornou possível a auto-expansão do capital. E a constituição desse novo sistema social de acumulação e de governo só pôde ocorrer porque a história, numa longa duração, conduziu a uma condição em que todos os fatores necessários a essa acumulação (mercado consumidor com poder aquisitivo, insumos, mão-de-obra e capital na forma de dinheiro) se tornaram mercadorias. Esse longo processo histórico teve que derrubar crenças, costumes, leis e barreiras geográficas para que a mercantilização de tudo pudesse ocorrer²⁸. E, através do uso da força, uma vez que o crescimento da acumulação de riqueza das empresas capitalistas e a acumulação de poder dos Estados se reforçam mutuamente, esse nascente modo de produção social passou a incorporar as demais áreas e a conformar o atual sistema-mundo.

É controverso estipular o momento exato do nascimento do capitalismo como sistema social histórico. Mas é possível identificar uma razão pela qual ele triunfou sobre as demais regiões geográficas anteriormente autônomas. Havia uma vantagem de custos desse sistema em relação aos demais sistemas-mundo anteriores²⁹. Os

²⁸ Arrighi (1996, p. 235) e Wallerstein (2001, p. 13, 14 e 15).

²⁹ Há cerca de 3.500 anos, os povos egípcios, mesopotâmicos e outras civilizações daquela época formaram um sistema centralizado no Oriente Médio, a primeira fase do atual sistema-mundo. Já na era cristã, esse sistema foi centralizado na civilização greco-romana. Durante a Idade Média, a extensão desse sistema já incorporava as civilizações irlandesa e hindu. Após 1.500 DC, esse sistema passou a incorporar o continente africano, as Américas e as civilizações indonésias. A atual fase do sistema-mundo já incorporou todas as regiões antes autônomas, constituindo um único sistema (Wilkinson, 2004). Segundo Wallerstein, hoje, "the only kind of social system is a world-system, which we define

chamados mini-mundos não tinham capacidade de tributação suficiente para construir um grande aparato militar para conter a expansão do sistema-mundo capitalista pois não produziam riqueza material suficiente em seus pequenos espaços geográficos. Logo, a produção dessas áreas geográficas passou a ser incorporada à lógica do moderno sistema-mundo em expansão. Já os extintos impérios-mundo possuíam grandes forças militares, pois produziam ou conquistavam riqueza material, mas a um custo maior devido ao peso de seu aparelho burocrático centralizado. O sistema-mundo em expansão tinha, e ainda tem, vantagem porque o custo da coerção para a manutenção da ordem e para a proteção e promoção do comércio de longa distância é dividido e descentralizado em Estados com diversos níveis de poder econômico e político³⁰. Essa organização da acumulação sob forma de sistema de Estados, liderados por uma seqüência de Estados hegemônicos, é o traço marcante do moderno sistema-mundo capitalista.

Hopkins e Wallerstein descreveram os seis vetores³¹ que se desenvolvem dependente e conjuntamente e que, de forma combinada, formam um arranjo mínimo das faces de um sistema-mundo único, imperfeito e de totalidade orgânica. Os contornos desses vetores passaram a ser mais definidos a partir do fim da Segunda Guerra e, desde o início da década de 1970, eles se manifestam de forma a indicar uma transição no sistema. O primeiro vetor, a formação do sistema interestatal, é um elemento constitutivo do sistema atual. Ele se desenvolve através da guerra, diplomacia, protocolos, tratados internacionais e instituições interestatais. Nesse sentido, a forma moderna do Estado surgiu concomitantemente ao capitalismo como sistema mundial, sendo essa nova organização política pautada no contexto do Tratado de Vestfália (1648) superior aos sistemas anteriores na criação de riqueza. O sistema interestatal é uma matriz de reconhecimento recíproco da soberania de cada um dos Estados, mesmo sendo eles mais ou menos fortes econômica e politicamente,

quite simply as a unit with a single division of labor and multiple cultural systems” (Wallerstein, 2000, p. 75).

³⁰ “O capitalismo pôde florescer precisamente porque a economia mundial teve dentro de seus limites, não um, mas uma multiplicidade de sistemas políticos. Ao mesmo tempo, a tendência dos grupos capitalistas a mobilizar seus respectivos Estados para favorecer sua posição competitiva na economia mundial reproduziu continuamente a segmentação do domínio político em jurisdições separadas” (Arrighi, 1996, p. 32).

³¹ Na primeira parte da obra *The age of transition: trajectory of the world-system, 1945-2025* (1996), Hopkins; Wallerstein *et al.* apresentam os seis vetores. Os quatro vetores não revistos nesta seção são: a estruturação da força de trabalho mundial, a estruturação dos padrões de bem-estar social, o desenvolvimento da coesão interna dos Estados e a estrutura do pensamento e da ideologia mundial. Esses vetores, são as estruturas institucionalizadas que são reproduzidas e transformadas pelas ações humanas estruturantes, que por sua vez estão condicionadas pelo ambiente histórico.

ocorrendo algumas vezes a intervenção de um sobre o outro. E esse sistema proporciona um ambiente político favorável à acumulação de poder por parte dos Estados e à acumulação de riqueza por parte da empresa capitalista, e, por conseguinte leva à expansão do moderno sistema mundial.

O capitalismo como sistema social histórico, desde o princípio, sempre esteve centrado na acumulação como lógica para sua expansão. Segundo Goldfrank (2000),

the stress is on the novelty of capitalism as a social organization, structurally based in the ever-renewed search for profit, and originating in the sixteenth century “primitive accumulation” through the expansion of Europe (colonies, precious metals, slave trade) and the reorganization of agricultural production (enclosure, capitalist ground rent)³².

Isso quer dizer que havia uma necessidade de expansão territorial e de mercados. Em determinados momentos, a demanda por matérias-primas e mão-de-obra se elevava, encarecendo a produção e diminuindo a margem de lucro dos capitalistas. Por esse motivo novas áreas tiveram que ser incorporadas, sob uma mesma divisão internacional do trabalho, para atender as necessidades do sistema de insumos e mercados consumidores sob essa lógica de acumulação, ampliando o as distâncias do comércio. Dito de outra forma, os incrementos na divisão do trabalho ampliaram o alcance e eficácia do mercado. E por a lógica do sistema ser a procura incessante de lucro, o mercado, no limite máximo, teria que atingir a proporção global. Tal processo de incorporação de novas áreas ocorre desde a gênese do capitalismo³³ como sistema histórico, que, para Wallerstein (2001), “se situa na Europa no final do século XV; que de lá para cá, ele se expandiu no espaço até cobrir todo o planeta no final do século XIX; e que ainda engloba a Terra inteira³⁴”, constituindo assim a economia-mundo capitalista³⁵.

O resultado de todo esse processo histórico foi a formação da economia-mundo. Ela é uma única divisão internacional do trabalho que interliga os Estados

³² Goldfrank (2000, p. 163).

³³ Sobre a origem da economia-mundo e sua expansão, a contribuição de Immanuel Wallerstein é essencial. Para uma ampliação desse assunto, ver o Capítulo 1 da obra *Capitalismo Histórico e Civilização Capitalista* (2001) e *Capitalism and the incorporation of new zones into the World-Economy* (1987).

³⁴ Wallerstein (2001, p.18).

³⁵ A economia-mundo funciona sob a lógica capitalista. Segundo Wallerstein, “[a] world-economy and a capitalist system go together. Since world-economies lack the unifying cement of an overall political structure or a homogeneous culture; what holds them together is the efficacy of the division of labor. And his efficacy is a function of the constantly expanding wealth that a capitalist system provides” (*Id.*: 2004, p. 24).

nacionais através de inúmeras redes de comércio de longa distância e de capitais – as cadeias mercantis³⁶. Essas redes são compostas por diversas etapas produtivas, os elos, internalizadas nos diversos Estados. Os elos das cadeias mercantis expressam a produção, as relações de trabalho, a intensidade de capital, a tecnologia e as habilidades da mão-de-obra que uma mercadoria necessita desde a produção da matéria-prima inicial até o consumo final. As atividades típicas, os elos da cadeia mercantil, apresentam-se de forma dispersa e assimétrica, pressupondo uma divisão internacional do trabalho técnica e politicamente definida. À medida que o atual sistema-mundo foi se desenvolvendo a incorporação de novas áreas geográficas nas cadeias mercantis alterou os processos produtivos locais, mudando e redefinindo os excedentes gerados nessas áreas. E essa ampliação geográfica não homogênea formou as relações centro-periferia³⁷. Em suma, as cadeias mercantis formam a estrutura da produção mundial, o segundo vetor de funcionamento do sistema-mundo. Os dois próximos parágrafos explicam porque essa estrutura é responsável pela remuneração desigual dos proprietários de fatores de produção e pela também desigual acumulação de poder entre os Estados, ou seja, a hierarquização.

Cada espaço geográfico abriga elos dessas cadeias dos mais diversos tipos. Se um determinado Estado é habitado por residentes que controlam os nós de maior rentabilidade, ele será um Estado forte economicamente e, por conseguinte, acumulará recursos para o ser também politicamente. Quanto à rentabilidade, os nódulos podem ser segmentados, de acordo com o grau de poder de monopólio, em três conjuntos: alta, média e baixa. A concentração ou predominância certo conjunto em um determinado espaço da economia-mundo, constitui a hierarquização dos Estados. O desenvolvimento do sistema interestatal não formou Estados de plena soberania, pois o controle das atividades econômicas, que compõem uma cadeia mercantil, não se encontra inteiramente dentro de uma única jurisdição. Dessa forma, as regiões com diferentes nódulos compõem a estrutura da produção mundial – um todo heterogêneo que pode ser estratificado hierarquicamente, segundo a

³⁶ Sobre o conceito de cadeias mercantis, ver *Commodity chains in the World-Economy prior to 1800* (Hopkins; Wallerstein, 1986, p. 157-170). Nesse estudo, além da definição desse conceito, Hopkins e Wallerstein levantam dados históricos dos séculos XVII e XVIII que tornam possível identificar como, nesse período, as expansões e retrações do moderno sistema-mundo em desenvolvimento interferiam no desenvolvimento das regiões geográficas incorporadas ao sistema. Essa interferência é ilustrada em decorrência da interação das diversas cadeias mercantis da época que atravessavam as diversas jurisdições.

³⁷ Goldfrank (2000, p. 169).

conceitualização de Arrighi (1997) em três conjuntos de Estados: centro, semiperiferia e periferia.

Os EUA e os países restantes do G7 estão posicionados no centro, enquanto que países como a Argentina e o Brasil estão na semiperiferia. Os Estados centrais são regiões geográficas que se mantêm no topo da hierarquia do comando do valor agregado resultante da estrutura da produção mundial ao exercer maior influência sobre a apropriação dos excedentes gerados em todo o sistema. Estão concentrados, nesses Estados, mais núdulos de maior valor agregado, como os centros de tomadas de decisão, pesquisa & desenvolvimento, marketing, design e indústrias com tecnologia de ponta e de precisão, etc. O centro, por ter essa primazia no comando dos excedentes, consegue assim construir um mais articulado aparato estatal e uma força militar mais eficiente para assegurar a continuidade do processo de acumulação de poder e riqueza. O centro, diga-se de passagem, também é um conjunto de Estados hierarquizados, sendo que um deles ocupa o topo, a posição hegemônica. Dado o maior poder econômico e político da região central, as disputas pelo privilégio da hegemonia do sistema interestatal ocorrem nessa região.

O conceito de hegemonia mundial adotado neste artigo é a “capacidade de um Estado exercer funções de liderança e governo sobre um sistema de nações soberanas³⁸”. Nessa linha, segundo Goldfrank (2000),

hegemony refers to the thus-far thrice recurrent situation of one core state temporarily outstripping the rest. A hegemonic power is characterized by simultaneous supremacy in production, commerce, and finance which in turn support a most powerful military apparatus... Hegemonic powers take responsibility for maintaining a stable balance of power in world politics and for enforcing free trade, which is to its advantage so long as its economic advantage lasts. Each hegemonic power thus far has contained as well the world financial center of its time, a pattern which goes back to late medieval Venice, and passing through Genoa and Antwerp, takes its characteristic modern form in Amsterdam, then London, and New York³⁹.

Por sua vez, a periferia produz menos riqueza e ainda não consegue reter grande parte do excedente gerado em seus espaços territoriais porque hospeda, em maior proporção, os núdulos menos rentáveis e menos avançados tecnologicamente das cadeias mercantis. A semiperiferia é uma categoria composta por uma

³⁸ Arrighi (1996, p. 27).

³⁹ Goldfrank (2000, p. 171 e 172).

combinação intermediária das atividades típicas desses dois tipos de nódulos⁴⁰. Por haver essa estratificação, com atividades típicas bem díspares no que tange à remuneração, a economia-mundo acaba se reproduzindo de forma a acentuar a diferença de renda entre esses conjuntos de países ao se definir a alocação dos nódulos produtivos dentro da divisão internacional do trabalho. O desenvolvimento não homogêneo dos diversos Estados do sistema-mundo e o desenvolvimento das cadeias mercantis da economia-mundo são processos que se reforçam. Segundo Wallerstein (2004),

[the] role of each state is very different vis-à-vis productive process depending on the mix of core-peripheral process within it. The strong states, which contain a disproportionate share of core-like process, tend to emphasize their role of protecting the quasi-monopolies of the core-like process. The very weak states, which contain a disproportionate share of peripheral production processes, are usually unable to do very much to affect the axial division of labor, and in effect are largely to accept the lot that has been given them⁴¹.

A troca desigual é a relação através da qual, no plano econômico, se cria e se reproduz a segmentação centro-periferia na divisão internacional do trabalho. Existe um debate contínuo sobre a natureza e o funcionamento dessa relação, mas na prática ela é resultado de condicionamentos históricos, às vezes muito antigos, e que dão lugar à transferência sistemática de excedentes dos setores de subsistência e semi-proletários localizados na periferia para o centro mais completamente proletarizado e altamente tecnológico.

O processo de acumulação incessante de capital é o princípio básico da transferência dos excedentes de uma região a outra. Como fica patente, no conceito de cadeia mercantil mundial, que pode ser considerado o fio que dá consistência ao tecido da economia-mundo, a acumulação incessante, ao realizar-se nas cadeias mercantis, é um processo necessariamente mundial. O resultado ou a distribuição desta acumulação pelos espaços geográficos em que se localizam os nódulos e onde se gera o excedente é necessariamente desigual. Isto porque a localização dos elos já configura uma distribuição do excedente, na qual há um fluxo no sentido periferia-centro. A periferia não possui sofisticação técnica e condições políticas para acumular através da transferência a partir das áreas mais centrais e por isso ela depende

⁴⁰ Sobre o método de agrupamento dos países em centro, semiperiferia e periferia, ver: *A ilusão do desenvolvimento* (1997), de Giovanni Arrighi.

⁴¹ Wallerstein (2004, p. 29).

exclusivamente da ampliação contínua do volume produzido para poder produzir excedentes, intensificando o processo de troca desigual. Dessa forma, há uma continuidade crescente na elevação dos padrões de vida no centro, onde as organizações políticas de trabalhadores altamente remunerados e o excedente de capital combinam para pressionar por um avanço tecnológico ainda maior. Por haver essa contínua transferência de valor, há uma tendência de se acentuar a diferenciação entre o centro e a periferia⁴².

O processo de expansão e consolidação do moderno sistema-mundo sobre os extintos mini-mundos e impérios-mundo nunca teve uma progressão linear quanto à expansão da taxa de lucro do comércio e produção de mercadorias. Em outras palavras, o desenvolvimento do segundo vetor – a estrutura da produção mundial –, em consonância com os outros, nunca foi constante; ao contrário, foi um comportamento de recorrentes de expansões e contrações com o passar das hegemonias. Esse padrão não linear da acumulação é analisado sob a perspectiva de ciclos. Braudel, Mandel, Kondratieff, Schumpeter, entre outros, formularam considerações, sob diferentes aspectos, sobre o que eles consideravam como ciclos. A perspectiva de análise adotada nesta pesquisa para o estudo desse padrão é a dos ciclos sistêmicos de acumulação de Arrighi (1996)⁴³.

A delimitação temporal desta pesquisa foi escolhida com base nessa perspectiva. Ela dá suporte para recortar um período, uma conjuntura, da longa duração do moderno sistema-mundo, evitando-se então rever um período muito grande de expansões e contrações que ele sofreu. São apresentadas, nos próximos parágrafos, as propriedades dos ciclos através de características genéricas, recorrentes em outros ciclos, fazendo referência ao atual ciclo, o norte-americano. O horizonte temporal desta pesquisa se concentra na fase de expansão financeira deste ciclo – iniciada em 1971 e que prossegue até o presente. Essa apresentação se faz suficiente, no momento, para descrever a estrutura institucional que a perspectiva de Arrighi ilustra. A descrição profunda e necessária do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano, para satisfazer os objetivos desta pesquisa, enumerados na próxima seção, é feita no próximo capítulo.

⁴² Goldfrank (2000, p. 170).

⁴³ A perspectiva de análise dos ciclos sistêmicos de acumulação utilizada nesta pesquisa foi desenvolvida por Giovanni Arrighi e publicada na obra: *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo* (1996).

Os Estados que ocuparam sucessivamente as posições de hegemonia, desde a gênese do moderno sistema mundial, vêm liderando o ritmo de acumulação e conformando os ciclos sistêmicos. Um ciclo pode ser descrito por uma curva de dois estágios da evolução da taxa de lucro da economia-mundo, seguindo o modelo de expansão mercantil de John Hicks⁴⁴. Inicialmente, a curva se apresenta positivamente acelerada até um ponto de inflexão, quando começa a apresentar aceleração negativa da taxa de lucro. Cada um dos quatro ciclos transcorridos até hoje⁴⁵ é composto por uma expansão material (o primeiro estágio da curva de Hicks, onde há aceleração positiva da taxa de lucro) sucedida por uma expansão financeira (segundo estágio da curva, caracterizada pela aceleração decrescente da taxa de lucro) e é diferenciado por nuances no processo de acumulação de capital em escala mundial.

Até agora, as expansões materiais estiveram ligadas à consolidação de um modelo de empresa e governo, após um interregno de uma grande guerra – também chamado de caos sistêmico – o que se traduz na passagem de uma hegemonia para outra, que é condição para o início de um novo ciclo. A última expansão material (1930-71) esteve sob os moldes do padrão monetário acordo em Bretton Woods (1944). As vantagens produtivas da hegemonia nascente durante a expansão material organizam a economia-mundo numa única via capitalista de empresa e governo. Essa conjuntura, no atual ciclo, correspondeu ao período de crescimento mais extenso, contínuo e lucrativo da história do capitalismo – os 23 anos, entre a Guerra da Coreia e os Acordos de Paris em 1973 que puseram fim à Guerra do Vietnam. Contudo a vantagem produtiva dos EUA foi se deteriorando devido ao acirramento da competição capitalista e a atividade prestamista se tornou mais atrativa, prenunciando a expansão financeira. Em termos do modelo de Hicks, se estava alcançando o ponto de inflexão, também chamado de crise sinalizadora do regime de acumulação.

Uma expansão financeira se caracteriza pela preferência dos capitalistas em alocar os excedentes gerados nas atividades de produção e comércio em ativos financeiros ao invés de re-locá-los na expansão das atividades produtivas que os

⁴⁴ Arrighi conforma seu ciclo sistêmico baseado numa adaptação do modelo de Hicks para as expansões mercantis. Sobre a contribuição de Hicks para a perspectiva de análise dos ciclos sistêmicos de acumulação, ver Arrighi (1996, p. 218-245).

⁴⁵ Segundo a perspectiva de Arrighi (1996) os quatro ciclos transcorridos até hoje são: o ciclo genovês ocorreu do século XV ao início do século XVII; o ciclo holandês ocorreu do fim do século XVI até decorrida a maior parte do século XVIII; o ciclo britânico ocorreu da segunda metade XVIII até o início do século XX; e o ciclo norte-americano iniciou no fim do século XIX e prossegue até os dias de hoje.

geraram. Esse *trade off* entre a rentabilidade das taxas de lucro e de juros surge exatamente pela diminuição da lucratividade da expansão material precedente, passando a esfera financeira ser mais atrativa do que a esfera produtiva. A passagem da expansão material para a financeira atual ocorreu entre os anos de 1967 a 1973 e indicou a crise sinalizadora do regime de acumulação sob liderança dos EUA. A partir de então, os EUA viriam exercendo o controle da liquidez, a poupança criada em sua expansão material, enquanto outras áreas, principalmente o Leste Asiático, vêm obtendo aceleração crescente das taxas de lucro das atividades produtivas, o que para Arrighi (1996, 1997 e 1999), pode estar indicando a próxima região hegemônica.

Há três fatores que conduzem o ritmo de acumulação de uma expansão material ao ponto de inflexão, iniciando a expansão financeira. Primeiramente, há pressão ascendente nos salários no Estado hegemônico e nos demais Estados centrais; em menor medida nos semiperiféricos; e quase nenhum incremento salarial nos periféricos. Essa pressão, decorrente da melhor organização dos sindicatos, reduz a aceleração da taxa de lucro. O segundo fator é a disseminação tecnológica a partir do Estado hegemônico para os demais Estados através da assimilação por investimentos diretos, imitação ou pirataria. Essa disseminação gera maior pressão competitiva, diminuindo a primazia do Estado hegemônico na produção da riqueza mundial. O terceiro fator, uma peculiaridade recente do atual ciclo sistêmico de acumulação, é a associação de outros Estados, principalmente os do centro do sistema, para a formação de blocos comerciais, uniões aduaneiras, mercados consumidores comuns, evoluindo até mesmo para uma moeda comum buscando concorrer com o Estado hegemônico. Esse aumento generalizado na concorrência fez com que a aceleração da taxa de acumulação da empresa foridsta, que fundamentou a expansão material norte-americana, se tornasse negativo e a assim se iniciou a expansão financeira⁴⁶.

1.3 Hipóteses e objetivos intermediários

O caráter desta pesquisa não é a demonstração ou comprovação de uma teoria; é uma pesquisa descritiva do atual estado da economia-mundo, uma pesquisa histórica pautada em resultados de modelos de séries temporais.

⁴⁶ “Expansões financeiras desse tipo repetiram-se desde o século XIV, como reação característica do capital à intensificação das pressões competitivas que decorreram, invariavelmente, de todas as grandes expansões do comércio e produção mundiais” (Arrighi, 1996, p. 309).

Os Estados nacionais estão em constante disputa pela acumulação gerada em todo sistema, independentemente da posição na hierarquia da apropriação do valor agregado. A hegemonia provê liderança e ordem ao sistema interestatal e à economia-mundo, mas os processos operacionais regulares do sistema, característicos de desenvolvimento econômico e capacidade competitiva desiguais entre os Estados, tornam difícil para a hegemonia sustentar sua posição dominante indeterminadamente. E ela tende a declinar. Por isso há situações de plena hegemonia e de rivalidade hegemônica⁴⁷. Nesta perspectiva, a atual expansão financeira, que começou no início da década de 1970, indica o declínio hegemônico. Para prosseguir a acumulação capitalista, e conter essa redução de prestígio, os EUA se utilizam de diversas políticas, inclusive a monetária. E pelo fato da preferência pela liquidez ser maior durante a atual conjuntura, e isso decorre do fato da remuneração usurária ser mais atrativa que a eficiência marginal do capital em aplicações produtivas à moda fordista, a referência do retorno dos Fed Funds se torna um importante sinalizador para os investidores. As hipóteses para responder o problema desta pesquisa são conformadas satisfazendo a perspectiva de análise dos sistemas-mundo e dos ciclos sistêmicos de acumulação, objetivando a descrição do *status* dos EUA como *player* global. E para tanto, há duas hipóteses nesta pesquisa que englobam duas variáveis que dão noção do alcance do poder da política monetária dos EUA no controle do capital sistêmico:

- i. A política monetária dos EUA, causando a variação da inflação no centro da economia-mundo, intervém no nível de preços desta. Esta primeira hipótese deriva da suposição da potência hegemônica utilizar sua moeda para exercer seu poder de liderança e acumulação sobre um conjunto de Estados soberanos politicamente. Os objetivos intermediários para comprovar essa hipótese são: (1) a revisão da construção histórica do dólar como moeda mundial, ou das estruturas institucionalizadas, e (2) o teste de causalidade entre os índices de preços dos EUA e do restante do G7. Se essa hipótese estiver em algum grau correta, há a indicação de que o Fed afeta a liquidez mundial ao interferir na inflação desses países centrais.

⁴⁷ Chase-Dunn (2004, p.6).

- ii. A política monetária dos EUA causa a variação e a direção dos fluxos de investimentos entre o grupo de países selecionados. Essa hipótese surge do papel da potência de hegemônica liderar o crescimento do sistema, o que incluiria, de alguma forma, afetar os fluxos de investimentos dos outros países a partir da taxa de juros como instrumento de política. Os objetivos para testar a segunda hipótese são: (1) verificar empiricamente se não há a presença do Efeito Fisher, como pré-condição para haver desequilíbrios na remuneração real esperada e assim se formarem fluxos de capitais, e (2) modelar a oscilação dos fluxos de investimentos totais (saldo com o restante do mundo dos investimentos diretos mais os de *portolio*) dos países do G7 em função da oscilação da taxa de juros dos EUA.

2. UMA BREVE HISTÓRIA DO DÓLAR OU DA ESTRUTURA INSTITUCIONALIZADA

O primeiro objetivo deste capítulo é apresentar a estrutura institucionalizada – ambiente histórico geográfico, social, intelectual e cultural, a base material que estabelece condições para a operação de ações humanas estruturantes – em que se está trabalhando. Mais especificamente, é a construção do dólar como moeda mundial como parte da estratégia dos EUA de configuração do poder mundial principiada por decisões de políticas monetárias. É uma breve história no sentido de que esta investigação não se estende às origens do dólar, ou mesmo à criação do Fed, pois se inicia apenas no contexto histórico do colapso de Wall Street de 1929. É uma breve história também porque a extensão do período em que havia a paridade entre o dólar e o ouro, ou seja, em que havia o padrão monetário global acordado na conferência de Bretton Woods (1946-71), já foi superada pela duração do dólar flutuante, ou o é também em se comparando com a duração do padrão-ouro da libra. O segundo objetivo é a estimação de testes econométricos para verificar a ocorrência de Efeito Fisher em decorrência dos acontecimentos que compõem a história ou da descrição das estruturas institucionalizadas da atual conjuntura de expansão financeira.

2.1 Construção da estrutura monetária mundial

2.1.1 O fim da *golden age* britânica

O ciclo sistêmico de acumulação sob britânica ruiu no início da década de 1930. O declínio e a dissolução desse sistema já se processavam desde 1900 e foram responsáveis pela tensão política que explodiu em 1914. A intenção das políticas estatais da primeira década após a Primeira Guerra foi conservadora, no sentido de reestruturar o sistema pré-1914, entretanto sobre fundações supostamente mais sólidas. Para a Liga das Nações, era necessário reconstruir a moeda internacional e a organização do crédito, com a finalidade de promover um câmbio estável, para garantir a liberdade de comércio com o propósito final de garantir a paz. Contudo, politicamente, os tratados do pós Guerra apresentavam um tratamento desigual entre os ganhadores e os perdedores da Primeira Guerra. Para os perdedores, forçou-se um desarmamento unilateral que impediu qualquer reconstrução de um sistema com

equilíbrio de poder, pois o lado dos vencedores continuava armado. Esse projeto de desarmamento não poderia levar a qualquer solução construtiva sem que fosse estabelecida uma nova ordem internacional com uma liderança capaz de transcender às soberanias nacionais. Foi justamente o fracasso dessas políticas de volta ao passado que preparou o terreno para uma grande transformação na década de 1930⁴⁸.

Países que adotam câmbio fixo não têm autonomia para fazer política monetária porque a credibilidade da moeda em questão está atrelada a uma outra moeda mais crível. Essa restrição causada pela modalidade cambial valia também na época do padrão-ouro. Nos primeiros anos após a Primeira Guerra ou no período imediatamente após da Grande Depressão, bancos privados não podiam expandir ou estender novos créditos para atenuar o problema do desemprego por causa das exigências de um câmbio estável. Essa tensão se distribuiu da indústria para o Estado, pois sindicatos profissionais induziam os partidos políticos a abordar esse tema em casas de congresso ou de parlamento. Crescia uma necessidade de uma reorganização do sistema, pois o padrão-ouro cerceava as opções de ações para fazer políticas anti-cíclicas. A interferência mais agressiva do Estado na economia doméstica passou então a ser dada de acordo com o grau de abertura das economias.

Segundo Block (1977), o processo que ajustava as receitas internacionais aos gastos internacionais era simples em economias mais fechadas: a redução da importação de certos *commodities* era dada por imposição autoritária. Países com abertura econômica relativa faziam o mesmo, impondo restrições às importações ou controle de capitais o que os deixavam menos abertos. Países comprometidos em manter o liberalismo econômico faziam o ajuste majoritariamente através de duas técnicas: mudando o nível da atividade econômica doméstica ou mudando a taxa de câmbio de sua moeda. E cada forma de ajuste deixava algum impacto no tecido social. Um país que tivesse, por exemplo, um déficit no balanço de pagamentos poderia tentar solucionar esse problema reduzindo o nível da atividade econômica – deflação – ou reduzindo a taxa de câmbio – desvalorização. E assim esse país poderia reduzir seus gastos internacionais e aumentar sua receita. Entretanto, nessas condições, deflação significa aumentar o desemprego e aplicar uma pressão reducionista nos níveis de salário real. Similarmente, uma desvalorização cambial efetiva iria também reduzir os níveis salariais. Em resumo, essas duas técnicas tinham seus custos e

⁴⁸ Polanyi (2000, p.37-40).

afetavam os níveis de emprego e de renda, que podiam levar, por sua vez, a descontentamentos sociais ou mesmo a conflitos de classe⁴⁹.

O mundo passaria a vivenciar uma experiência nova na década de 1930 por causa da impossibilidade de voltar à era anterior a 1914. O declínio do sistema de mercado mundial britânico e as políticas mal sucedidas do pós-Guerra geraram tensão social e desemprego que se espalharam por vários Estados. Isso porque, sob o padrão-ouro, qualquer medida governamental que causasse um déficit orçamentário gerava depreciação cambial. Por outro lado, a tentativa de expansão do crédito bancário, ocasionando ascensão de preços domésticos, afetava as exportações e o balanço de pagamentos, gerando também pressões para depreciação cambial. Em países europeus como a Bélgica, Áustria, França e Alemanha, até mesmo os partidos trabalhistas tiveram que abandonar bandeiras mais clássicas – políticas de serviços públicos – para “salvar a moeda”, e em outros casos, houve a substituição desses partidos por partidos tradicionalmente conservadores. Para esses países, abandonar o padrão monetário “significava cortar os laços com o mundo exterior”, dado que eles não tinham a capacidade da Grã-Bretanha de transferir a pressão competitiva do padrão-ouro para os demais Estados do sistema. Chegou-se a um ponto em que a solução não estava nas regras do livre mercado⁵⁰.

Romper, mesmo que temporariamente, com os princípios de Estado e economia liberais foi um processo que muitos países passaram e que visava corrigir o declínio do sistema de mercado centrado na Grã-Bretanha, mas na verdade contribuía para sua extinção. Uma expressão desse rompimento, no período imediatamente após a Guerra (1917-1923), foram tanto as revoluções agrárias (Finlândia, Lituânia, Estônia, Letônia, Polônia, Romênia, Bulgária, Grécia e Hungria) como as operárias (Itália, Alemanha e Áustria), com as devidas e respectivas contra-revoluções, no sentido de restaurar a lei e a ordem para que o sistema de mercado retornasse a funcionar. Nesse período, as taxas de câmbio passaram a representar moedas de valores minguantes por causa do processo inflacionário, pois as moedas de vários Estados simplesmente perderam seu valor e isso foi criando um “abismo” comercial separando países vizinhos. Por causa disso, as intervenções estatais foram necessárias e as moedas tiveram que passar por processos de estabilização. Entre 1924 e 1929, a ordem liberal pareceu retornar com o padrão-ouro funcionando de Moscou a Lisboa,

⁴⁹ Block (1977, p. 2).

⁵⁰ Polanyi (2000, p. 247, 267, 268).

mas sem a libra exercer tanto poder. Ocorreu que os excedentes e créditos acumulados pelos EUA durante a Guerra transformaram o dólar numa opção de moeda de reserva, sem haver, no entanto, uma única moeda respondendo pela maioria das reservas em divisas estrangeiras nos bancos centrais estatais. Contudo, em 1929, após o colapso de Wall Street, regimes não liberais se revelaram como uma força para superar um tipo de sociedade industrial já em vias de desintegração. Não havia mais soluções de continuidade para o ciclo sistêmico de acumulação britânico. Em 1931, a Grã-Bretanha abandonou o padrão-ouro e seguiu com taxas de juros baixas e políticas de gasto público compensatórios. Dois anos depois os EUA também abandonaram o padrão monetário. Na Alemanha, ocorreu a Revolução Nacional-Socialista em 1932, na Rússia, os Planos Quinquenais, e outras duas potências, Japão e Itália, passaram a se preparar para a Segunda Guerra. O capitalismo liberal desapareceu nesses quatro países e também, ainda que em menor grau, nos EUA e na Grã-Bretanha. Em resumo, os regimes não liberais – fascismo, socialismo e New Deal – eram semelhantes no abandono dos princípios do *laissez-faire* e assim a ordem liberal do século XIX foi substituída, na década de 1930, por impérios autárquicos. Alto desemprego, deflação, crises bancárias, desvalorização cambial, contração do comércio internacional e a orientação econômica bélica para perseguir o pleno emprego e para se aparelhar para a Segunda Guerra foram características dessa conjuntura⁵¹.

Diante das mudanças ocorridas após as agitações inauguradas na Primeira Guerra, os governos liberais que foram trocados por governos nacionais, e até mesmo fascistas, colocaram a moeda no centro da política nacional. As sociedades cujas economias passaram por processos de hiperinflação se conscientizaram da necessidade suprema de ver o dinheiro estável, e não apenas como um requisito para participar do mercado mundial baseado na liderança britânica e no padrão-ouro. As sociedades também passaram a se conscientizar de que a estabilidade da moeda poderia depender de fatores políticos fora das fronteiras nacionais⁵². Contudo, a nova ordem monetária apenas poderia ser implementada quando uma nova hegemonia se estabelecesse, o que aconteceu quando os EUA passaram a liderar o sistema mundial após a Segunda Guerra. A nova hegemonia, então, inaugurou o novo ciclo sistêmico de acumulação. A novidade desse novo tempo foi a utilização da política monetária como meio de expandir o produto das economias alinhadas aos EUA.

⁵¹ (*Id.*, *Ib.*: p. 39, 41, 282-284) e Tavares; Belluzzo (2004, p.118).

⁵² Polanyi (2000, p. 41).

Sobre as estabilizações, no período entre guerras e mais especificamente na década de 1920 até os primeiros anos da de 1930, apareceu um grande problema: quais seriam as taxas de câmbio a serem fixadas? Havia uma dificuldade de encontrar as taxas que equilibrariam as contas dos países. Retornar aos valores do período pré-Guerra era inimaginável para países da Europa continental porque a inflação reduziu as suas moedas a frações da paridade antiga. Mas algumas moedas, particularmente o dólar, mantiveram seu valor inalterado em termos de ouro. Isso significou que os países que sofreram hiperinflação deveriam passar por processos severos de deflação ou de desvalorização cambial. Esse tipo de política, no entanto, é impopular, por isso tais processos foram limitados ou desconformes. No caso do retorno britânico à paridade, para os banqueiros privados dos EUA era interessante estabilizar a libra esterlina financiando-a. Diziam eles que esse retorno também era de interesse de todo os EUA porque seria um grande passo para a estabilização monetária geral da Europa – um pré-requisito para alcançar as ambições financeiras e comerciais desse Estado.

Deve-se ressaltar que a crise de 1929 eliminou as possibilidades de um retorno ao padrão-ouro, num momento em que ainda havia desavenças quanto às dívidas e reparações da Primeira Guerra e pressões políticas de países que adotaram paridades em ouro fixas sobre os que adotaram câmbio flutuante. A última tentativa de retorno ao padrão-ouro foi na conferência de Londres, em 1933, mas fracassou, entre outros motivos, pela decisão de Franklin D. Roosevelt de prosseguir com seu New Deal a uma taxa de câmbio mais desvalorizada. Outros países, notadamente a Alemanha, também fizeram planos nacionais de recuperação econômica, muitos dos quais voltados a atingir o pleno emprego através de gastos governamentais em obras públicas e rearmamento. A desordem do mundo liberal nesse ponto alcançou o nível em que as tarifas de importação já não eram mais significativas pois os países passaram a aplicar restrições nas quantidades⁵³.

2.1.3 Construção do dólar como moeda mundial

Algumas mudanças institucionais nos EUA contribuíram para constituir o dólar como a moeda mundial. Durante a década de 1930 os EUA passaram a regular seu setor financeiro para que não ocorressem mais crises. As instituições bancárias

⁵³ Block (1977 p. 15, 16, 25-29).

passaram a se especializar, regionalizar e segmentar. Na prática, as novas regulamentações separaram as atividades bancárias entre comerciais e de investimentos, e com isso, os bancos privados perderam poder sobre os mercados financeiros norte-americanos, em especial a Casa Morgan. O Estado por sua vez passou a dar proteção estatal, que incluía o sistema de seguro dos depósitos e mecanismos de supervisão, a regular a competição acentuada entre instituições financeiras e a exigir maior transparência na gestão de negócios – Glass-Steagall Act (1933) e Securities Exchange Act (1934). Essas mudanças constituíram o arcabouço institucional para que os títulos públicos dos EUA, cuja remuneração é influenciada pelo Fed, viessem a exercer grande atratividade e a compor os *portfolios* privados de bancos e corporações de forma plena após a Segunda Guerra. Devido à aceitação do público e à facilidade de trocar esses títulos por moeda, a liquidez do sistema financeiro mundial foi sendo restaurada sob bases então mais sólidas. E dessa forma o governo de Franklin D. Roosevelt (1933-1945) transferiu o controle da liquidez mundial das mãos de banqueiros privados de Londres e Wall Street para Washington a fim de libertar a política do New Deal de recuperação econômica nacional da subordinação aos princípios da moeda forte⁵⁴. Esses princípios, de acordo com Block (1977), remontam à “*golden age*”, período entre 1875 a 1914, quando a Inglaterra simplesmente aumentava a taxa de juros para conter os déficits no balanço de pagamentos. Esse movimento facilmente movia os capitais de curto prazo do resto do mundo e reduzia a fuga de capital novo. Isso também reduzia o ritmo da atividade econômica na Inglaterra, resultando em aumento de desemprego, mas era o preço que ela tinha que pagar pra exercer hegemonia através da libra⁵⁵. Roosevelt tinha consciência que era necessária uma reformulação institucional mais ampla para eliminar a subordinação a esse princípio, para garantir maior liberdade aos EUA, o que apenas foi possível com a criação do Fundo Monetário Internacional.

A capacidade produtiva foi ampliada demasiadamente nos EUA nos anos do New Deal (1933-37) e os gastos governamentais aceleraram durante o restante da década de 1930. Mas somente o rearmamento da Segunda Guerra gerou o pleno emprego. Antes de a Guerra acabar, a questão central da sociedade dos EUA era o futuro da economia, pois havia o temor da volta do desemprego quando os gastos militares viessem a se reduzir com o fim da Guerra. Para piorar a situação, os EUA

⁵⁴ Braga e Cintra (p. 257 e 258) e Arrighi (1996, p. 287 e 288).

⁵⁵ Block (1977, p. 12 e 13).

havia ampliado drasticamente sua capacidade produtiva durante a Guerra. Se o poder de compra já era insuficiente para manter as fábricas funcionando em plena capacidade antes da Guerra, o que aconteceria depois dela, quando um nível muito maior de demanda seria necessário para manter as fábricas funcionando? Havia duas correntes políticas no processo decisório dos EUA: a primeira composta pelos internacionalistas, pela classe de banqueiros privados que defendiam um processo deflacionário, ou seja, a moeda forte em primeiro lugar, além da parte do Congresso comprometida com a austeridade fiscal; a segunda era composta pelos defensores do planejamento econômico nacional, com viés keynesiano. Essa segunda corrente estava fortemente influenciada pelo fato das economias estarem relativamente fechadas durante a década de 1930 e os anos da Segunda Guerra e por isso advogava pelo desenvolvimento das “economias nacionais”, sem o livre fluxo de investimentos e comércio como queriam os internacionalistas. Entretanto, essa segunda corrente era consciente dos erros de política econômica e do papel internacional dos EUA durante as décadas de 1920 e 1930. Então, os defensores do planejamento econômico nacional, tendo noção de que a capacidade produtiva era enorme, passaram a ambicionar um papel central para os EUA na economia mundial, no sentido de promover o crescimento econômico global e uma reforma social. Isso demandaria não apenas um “segundo New Deal” doméstico, mas uma extensão internacional deste. Com isso, em parte, os interesses das duas correntes convergiram⁵⁶.

Porém, o consenso entre os *policy makers* foi muito difícil. Entre os que defendiam o planejamento econômico nacional estava o Secretário do Departamento do Tesouro Henry Morgenthau e o também funcionário do mesmo departamento Harry Dexter White. Sobre as questões internacionais, havia uma disputa entre o Departamento de Estado e do Tesouro para ver qual órgão iria comandar a política monetária internacional. Logo após os ataques a Pearl Harbor (dezembro de 1941), White foi requisitado pela administração de Roosevelt para desenhar os primeiros contornos do que viria ser o FMI. Um ponto de relativa convergência entre os dois Departamentos era a realização de um massivo empréstimo à Grã-Bretanha para ela sanar os déficits acumulados na Segunda guerra; e as duas principais divergências eram a URSS e a Alemanha. O Departamento de Estado via a Rússia com hostilidade por causa da extensão de poder sobre o Leste Europeu; enquanto que o Departamento

⁵⁶ (*Id., lb.:* p. 33-37).

do Tesouro defendia um aumento dos laços comerciais e de investimentos nesse país, o que, ironicamente, realmente acabou acontecendo depois de 25 anos em um contexto totalmente diferente. Em relação à Alemanha, o Departamento Estado defendia uma recuperação industrial alemã rápida, como pré-condição para o retorno da Europa Ocidental ao comércio multilateral, e que apenas uma Alemanha forte poderia resistir à expansão russa. White e Morgenthau, este último com extremo desgosto às atitudes nazistas, achavam que, se a Europa Ocidental fosse adotar o “capitalismo nacional” alinhado aos EUA, a recuperação européia não dependeria de uma Alemanha forte. Isso porque na visão de White, o papel internacional dos EUA era liderar um fundo estabilizador e um banco internacional para assegurar o crescimento econômico e impedir processos deflacionários inerentes às ordens monetárias anteriores, evitando depressões internacionais e minimizando a necessidade de dolorosos ajustes nos balanços de pagamentos. Sua preocupação era criar uma ordem em que os países pudessem sistematicamente perseguir políticas de pleno emprego sem o perigo de evaporar as suas reservas internacionais através de farto crédito internacional. No antigo padrão-ouro, países que quisessem expandir suas economias acabariam tendo que enfrentar a fuga de ouro, o que, pela rigidez, geraria um processo deflacionário, frustrando assim a tentativa. Para evitar essa restrição, o plano de White tornaria difíceis as mudanças nas taxas de câmbio e, para os ajustes nos balanços de pagamentos, estimularia políticas de deflação leve para países deficitários e políticas expansionistas para os países superavitários. O poder dos governos nacionais também seria aumentado, pois o fundo iria aumentar a habilidade dos governos em controlar indesejáveis exportações de capitais. Contudo, durante o processo decisório, White teve que abandonar algumas de suas ambições, reduzindo sua idéia de banco internacional para uma agência internacional de empréstimos e diminuindo o poder de intervenção do fundo em outros países, para se tornar mais realista frente ao Congresso dos EUA. Houve severas mudanças no desenho da nova ordem monetária mundial entre os ataques a Pearl Harbor até a conferência de Bretton Woods em julho de 1944, que incluíam também o peso da Inglaterra⁵⁷.

Do lado britânico das negociações para a nova ordem estava John Maynard Keynes. Ele representava parte dos interesses da Inglaterra propondo a criação de um

⁵⁷ (*Id., lb.:* p. 38-46).

clearing union, uma espécie de banco central dos bancos centrais que garantiria automaticamente crédito, financiados majoritariamente pelos EUA, aos países com déficits em pagamentos. Tanto os saldos deficitários como superavitários ficariam registrados como débito ou crédito nos livros do *clearing union*. Os países superavitários apenas acumulariam créditos nos livros, ao invés de ativos reais e, pela suposição de haver liquidez abundante, os países deficitários acumulariam registros de débito. Sendo que se um país acumulasse muitos créditos, ele passaria, a partir de um patamar, a ter que pagar juros. Acumular créditos que não são ativos reais não seria bom negócio, então isso estimularia os países superavitários a inflar suas economias e aumentar as importações, fazendo com que eles retornassem ao equilíbrio; enquanto que os países deficitários teriam liberdade para perseguir suas próprias políticas domésticas de crescimento sem se preocuparem tanto com a oferta de liquidez. A idéia de Keynes daria liberdade à Inglaterra e o ônus aos EUA. No debate White versus Keynes, White não poderia concordar em qualquer ponto que restringisse de alguma forma a liberdade de ação dos EUA ou que fosse mal visto por seu Congresso⁵⁸.

White e Keynes compartilhavam a idéia de criar um organismo que facilitasse a expansão das economias nacionais. Sobre as obrigações dos países superavitários, os dois chegaram a um acordo a propósito de como forçar os países superavitários a ajustarem seus balanços. Os países membros do fundo teriam o direito de discriminar as exportações de um país cuja moeda tivesse sido declarada escassa pelo fundo. Por exemplo, se os EUA manejassem um crônico superávit no balanço de pagamentos, esperar-se-ia que os outros países comprassem dólares do fundo para cobrir seus déficits em dólares. Se essas ações reduzissem o nível de dólares do fundo a um ponto escasso o suficiente, o fundo teria que continuar a aportar dólares para os diferentes compradores e estes passariam a ter o direito de tomar ações discriminatórias contra os bens dos EUA. Isso presumivelmente aplicaria pressão aos EUA para tomar ações para ajustar seu balanço de pagamentos. Poderia o fundo ter tanta capacidade intervencionista? Keynes preferia que o fundo fosse passivo e que garantisse créditos sem condições; White já recuara suas ambições de um fundo intervencionista por causa do Congresso dos EUA e tampouco cederia completamente em favor de Keynes, também por causa do Congresso. Essa casa sem dúvida resistiria em prover

⁵⁸ (*Id., lb.:* p. 48).

qualquer coisa que limitasse a liberdade de ação dos EUA ou faria oposição em pagar a quota do fundo se não houvesse garantia contra o uso irresponsável dos recursos do fundo. Não obstante, White se alinhou a Keynes a respeito do acesso aos recursos do fundo. Permitir-se-ia a um país membro, em situação deficitária em relação a uma moeda de outro país membro, comprar essa moeda usando sua própria moeda. Dessa forma, essa ação repetida faria com que o fundo mais cedo ou mais tarde declarasse que tal moeda demandada chegara à escassez, iniciando assim as ações discriminatórias. Os membros, não exclusivamente os EUA, teriam muitas vantagens com o fundo, o que motivou, um tempo depois, a uma drástica mudança na filosofia do fundo, longe dos ideais tanto de White como de Keynes⁵⁹.

John Williams, professor de economia de Harvard e vice-presidente do Fed de Nova York, era uma das vozes que representavam a primeira corrente, a dos banqueiros privados. Para ele, o que seria necessário para re-estabelecer a ordem mundial após a Segunda Guerra era um massivo empréstimo dos EUA para a Grã-Bretanha para que ela pudesse bancar o papel internacional da libra. Facilitada pelos empréstimos, a Grã-Bretanha perseguiria então políticas comerciais multilaterais que restabeleceriam Londres como um centro internacional de capitais que cooperaria com os EUA na gerência conjunta da ordem monetária mundial. Na prática, a idéia de Williams era restabelecer o antigo padrão-ouro, o que era a vontade dos que se opunham à proposta contida na criação do FMI. A classe dos banqueiros privados se contrapunha à ênfase de Keynes na expansão econômica porque era considerada demasiadamente inflacionária e o livre acesso aos recursos do fundo iria destruir a disciplina fiscal e monetária para sempre. Para entender a “aflição” dessa classe, voltemos às regras do padrão-ouro. Sob este regime monetário, os governos que faziam políticas expansionistas inflacionárias, que geravam fuga de capital privado tanto de residentes como de estrangeiros, eram obrigados a deflacionar, uma hora ou outra, para poderem continuar obtendo crédito internacional de bancos privados. Os banqueiros internacionais perceberam que o FMI iria acabar com esse mecanismo de manutenção do valor da moeda porque os países membros teriam acesso livre ao fundo, e não mais necessitariam obter empréstimos sob as condições dos banqueiros. Então eles fizeram um lobby forte para que o Congresso dos EUA não aprovasse a lei de criação do fundo; mas o fundo representava uma racionalidade por uma ordem

⁵⁹ (*Id., lb.:* p. 49-50).

internacional renovada e um símbolo das boas intenções dos EUA no front internacional, uma vez que a participação desse Estado fracassou na Liga das Nações após a Primeira Guerra. No final, a primeira corrente logrou obter uma emenda na lei que sancionou o Acordo de Bretton Woods, que estabeleceu a criação do *National Advisory Council on International Monetary and Financial Problems*. Esta instituição era composta pelos secretários do Tesouro, do Estado e do Comércio, e pelos *chairmans* do Federal Reserve e do Export-Import Bank e iria decidir como os EUA iriam votar nas deliberações do FMI. A idéia era enfraquecer o Departamento do Tesouro e fortalecer o de Estado, que era mais bem visto pelos internacionalistas⁶⁰.

A morte de Roosevelt em abril de 1945 mudou radicalmente a orientação da política externa dos EUA. Morgenthau e White eram respaldados politicamente por esse presidente e, logo após a sua morte, tanto a força política como a visão de mundo dos dois logo foi esquecida. White inclusive foi investigado pelo FBI e acusado de comunista. A divergência Alemanha/URSS se extinguiu e o desejo do Departamento de Estado em criar uma hostilidade em relação à Rússia se materializou ao se iniciar os planos de reconstrução da Alemanha. Outro ponto de disputa entre o Tesouro e o Estado era quanto a sanar os déficits acumulados pela Grã-Bretanha durante a Segunda Guerra. Uma Grã-Bretanha endividada faria com que ela ou se retraísse na sua *commonwealth* ou desvalorizasse sua moeda, ambos ruins para os interesses dos EUA. Apesar disso, as resoluções de Bretton Woods deixaram a Grã-Bretanha sem uma solução definitiva. O Departamento de Estado, então com maior liberdade de ação política, intercedeu pela alternativa proposta por John Williams, o que resultou no grande empréstimo a Inglaterra em troca de sua cooperação para restaurar uma economia mundial aberta. Isso forçou a Inglaterra a eliminar seu sistema imperial de preferências e outros aspectos discriminatórios do bloco sob influência da libra esterlina. O Departamento de Estado pressionou por uma abertura do Império Britânico que desse igual acesso aos empresários norte-americanos, e isso exigiu a abolição das tarifas preferenciais estabelecidas em 1933 e a extinção do *pool* de países da Área Esterlina⁶¹.

A Inglaterra passou a ser vista como uma ponte entre os EUA e o resto do mundo. Seria muito mais fácil ganhar a aquiescência dos outros países se os EUA pudessem contar com os recursos econômicos, políticos e militares da Inglaterra nos

⁶⁰ (*Id., Ib.:* p. 52-54).

⁶¹ (*Id., Ib.:* p. 38, 55-58).

seus objetivos globais. Isso colocou os EUA numa posição mais complicada na negociação sobre qual seria o valor das reservas britânicas, ou qual seria a sua participação no fundo. A idéia era manter a Inglaterra fraca, dependente e sob certo controle. Segundo a narração de Block (1977):

It was precisely U.S. dependence on British cooperation in a variety of areas that made U.S. policy toward Britain so complicated. On the one hand, if Britain were too strong, if she had substantial currency reserves, it would be difficult to force her to act according to American wishes. On the other hand, if Britain were too weak, if her payments position were desperate, she would be of little help in financing European trade, in the working to eliminate trade and exchange controls, and in a whole variety of other talks⁶².

A posição vantajosa dos EUA nas negociações para construir a nova ordem monetária mundial foi construída após o caos sistêmico e o vácuo de liderança deixado pela hegemonia anterior. A destruição na Segunda Guerra dos principais países industrializados fez com que se abrisse espaço para que os EUA pudessem se prevalecer na nova ordem monetária mundial. Em termos militares, as principais potências européias aliadas já estavam eclipsadas antes do fim da guerra, enquanto que a Alemanha e o Japão estavam em vias de se render, com os EUA e a União Soviética bipolarizando assim equilíbrio de forças. Os EUA, por terem atuado como oficina do esforço de guerra dos aliados e na reconstrução das duas guerras, conseguiram acumular um grande saldo comercial e adquirir direitos sobre rendas geradas em outros territórios. Isso lhes permitiu desfrutar do monopólio da liquidez mundial, pois, ao final da Segunda Guerra, detinham cerca de 70% da reserva mundial de ouro. A combinação do eficiente modelo de empresa que caracterizou a expansão do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano desde o fim da Guerra Civil, do rearranjo institucional doméstico e mundial, do poderio militar e da concentração de ouro nos EUA fez com que houvesse extraordinária demanda por dólares por parte de governos e empresas estrangeiras. Estavam postas então as bases para a formulação da nova ordem mundial, pautada na conversibilidade acordada em Bretton Woods, e para a expansão material estável do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano. Conseqüentemente, o controle da liquidez mundial através do dólar era maior do que o implícito na concentração de ouro⁶³.

⁶² (*Id., Ib.:* p. 59).

⁶³ Arrighi (1996, p. 283 e 284).

O Acordo de Bretton Woods propunha uma paridade fixa entre o dólar e o ouro e, por conseguinte, câmbio fixo entre o dólar e as outras moedas. De 1946, ano em que o padrão ouro-dólar entrou em operação, até 1971, os EUA não alteraram a paridade de sua moeda, mas permitiram que outros países o fizessem, às vezes até lhes estimulando para que suas exportações se tornassem mais competitivas frente aos EUA, no contexto da reconstrução após a Segunda Guerra⁶⁴.

Assim os vários Estados que se alinharam aos EUA passaram a utilizar a política monetária como instrumento para aumentar o produto agregado interno ou para controlar os níveis de preço. Após a Segunda Guerra, a coordenação macroeconômica entre os principais Estados centrais, ao permitir as desvalorizações de algumas moedas frente ao dólar, evitou profundas recessões, como a de 1929. Contudo, inicialmente, a extrema centralização nos EUA da liquidez global, capacidade produtiva e poder aquisitivo foi uma barreira à expansão econômica mundial e haveria uma necessidade de distribuição mais equânime da liquidez mundial. Se fosse mantida uma rigidez igual ao do padrão-ouro da era britânica, dificilmente os países devastados conseguiriam vender alguma coisa de valor para o poderoso mercado consumidor dos EUA e assim retomar o desenvolvimento econômico e se recuperarem. O plano de Williams inicialmente foi ineficaz para lograr um rápido crescimento dos países de interesse dos EUA justamente por isso. Haveria a necessidade de uma alteração na política monetária dos EUA para que ela se tornasse mais permissiva no sentido de diminuir o desemprego domesticamente e aumentar o comércio e a produção mundiais. Junto a isso, uma variação para uma política fiscal expansionista com massivos gastos militares no estrangeiro, assim como ajuda direta militar ou não a outros governos, era necessária para garantir a distribuição de liquidez suficiente para que os outros países pudessem comprar também produtos dos EUA. Essas mudanças eram essenciais para os objetivos de poder do Estado americano para fins de liderança e hegemonia sobre o sistema de Estados.

Logo após a Segunda Guerra, a única forma de redistribuição que não encontrou oposição no Congresso dos EUA foi o investimento privado no exterior. E então muitos incentivos foram criados para aumentar o fluxo de capital dos EUA para fora. O primeiro passo da redistribuição foi o Plano Marshall. Mas a escassa liquidez

⁶⁴ Serrano (2004, p. 186).

mundial evitou os governos estrangeiros de remover os controles cambiais, resquícios da década de 1930, que, por sua vez, desencorajavam as empresas dos EUA de investirem fora. Logo, ao invés de liderar, essas empresas apenas estavam acompanhando o crescimento mundial decorrente da reconstrução do após Guerra. A eficácia do Plano Marshall no sentido de assegurar a hegemonia norte-americana estava seriamente restringida no final dos anos 1940 por uma contínua falta de dólares. As dificuldades para se fechar os balanços de pagamentos nos Estados destruídos pela Segunda Guerra impediam qualquer avanço na Organização para a Cooperação Econômica Européia (OEEC, sigla em inglês) e na cooperação monetária entre os Estados europeus. E assim a liquidez mundial continuaria baixa não podendo sair desse ciclo vicioso se não fosse a “invenção” da Guerra Fria. Construir a Europa Ocidental e o Japão como bastiões e vitrines da economia de mercado global centrada nos e organizada pelos EUA foi um objetivo mais concreto e tangível do que a idéia de Roosevelt de reconstruir o mundo inteiro à imagem da América. A realidade era que a integração européia e a expansão econômica mundial requeriam uma reciclagem da liquidez mundial mais extensa do que a envolvida no Plano Marshall e em outros programas de ajuda. Ao mesmo tempo em que os lucros do capital haviam se estagnado na hinterlândia regional dos EUA (Canadá e América Latina), o caos na Eurásia continuava crescendo e criando um fértil terreno para que forças revolucionárias contrárias ao interesse dos EUA viessem a tomar o poder. A reciclagem que iria envolver tudo o que fosse necessário se materializou no maior e mais massivo esforço de rearmamento feito em tempos de paz no planeta. Como anteciparam os arquitetos desse rearmamento – o Secretário de Estado Americano, Dean Acheson, e o chefe do *Staff* de Planejamento de Políticas, Paul Nitze – apenas um esforço dessa magnitude poderia superar os limites do Plano Marshall⁶⁵. O alcance desta estratégia é ressaltado por Block (1977):

The new line of policy they proposed – massive U.S. and European rearmament – provided a brilliant solution to the major problems of U.S. economic policy. Domestic rearmament would provide a new means to sustain demand so that the economy would no longer be dependent on maintaining an export surplus. Military aid to Europe would provide a means to continue providing aid to Europe after the expiration of the Marshall Plan. And the close integration of European and American military forces would provide a means to

⁶⁵ Arrighi (1999, p. 234 e 235).

prevent Europe as an economic region from closing itself off from the United States⁶⁶.

Resolver o problema de liquidez mundial incidiu num plano que também serviria para resolver um problema político de igual magnitude – combater a influência dos URSS – e vice-versa. Convencer o Congresso dos EUA a fazer mais gastos através de argumentos advindos de cálculos de custo-benefício seria mais complicado do que através do medo do comunismo criado pela Guerra Fria. Dessa forma Henry Truman transformou a idéia “*one-worldist*” de Roosevelt⁶⁷, implícita na extensão do New Deal para o globo, numa visão “*free-worldist*” – uma política de contenção direta da URSS. Além do mais, segundo Schurmann (1974),

the kinds of policies that containment dictated for the free world were essentially those already sketched out in Roosevelt’s vision: American military power strategically placed throughout the world, a new monetary system based on the dollar, economic assistance to the destroyed countries, political linkages realized through the United Nations and other international agencies⁶⁸.

Então, o problema da falta de liquidez global para a expansão dos lucros das empresas americanas foi resolvido efetivamente durante e depois da Guerra da Coréia. Entre 1950 e 1958 e novamente entre 1964 e 1973, massivos aumentos em gastos militares dos EUA e em ajuda militar a governos estrangeiros alinhados forneceram toda a liquidez necessária para a economia mundial. Assim, sob estímulo do governo dos EUA atuando como um banco central mundial, o comércio e a produção mundiais puderam se expandir, de fato, numa velocidade sem precedentes⁶⁹.

A frouxa política monetária dos EUA incentivou o crescimento econômico mundial entre 1950 e 1973. Na história do sistema capitalista, antes da hegemonia dos EUA, a liquidez existente no mundo era controlada por banqueiros e financistas privados, de atuação interferência em todo sistema, e era subproduto de atividades com fins lucrativos. Em contraste, no sistema monetário definido em Bretton Woods, “a produção do dinheiro mundial foi assumida por uma rede de organizações governamentais, primordialmente movidas por considerações de bem-estar, segurança

⁶⁶ Block (1977, p. 103 e 104).

⁶⁷ Sobre o papel dos EUA após a Segunda Guerra, Segundo Schurmann (1974), “[a] visão de Roosevelt da nova ordem mundial foi uma extensão de sua filosofia do New Deal. O cerne dessa filosofia era que somente um governo grande, benevolente e competente poderia garantir a ordem, a segurança e a justiça para os povos. (...) Assim como o New Deal trouxera ‘segurança’ para a América, o ‘mundo único’ levaria segurança política ao mundo inteiro” (Apud Arrighi, 1996, p. 285).

⁶⁸ (APPUD Arrighi, 1999, p. 235).

⁶⁹ Arrighi (1996, p. 307).

e poder – em princípio, o FMI e o Banco Mundial e, na prática, o Sistema da Reserva Federal dos Estados Unidos⁷⁰”. Assim, o dinheiro mundial passou a ser subproduto das atividades de gestão do Estado.

Entretanto, o próprio sucesso dessas políticas e do crescimento econômico mundial fez com que o sistema monetário encontrasse um fim. Todo o êxito da reconstrução do mundo nesses anos levou a um acirramento da concorrência intercapitalista mundial e a exaustão do sistema de Bretton Woods. A interpretação mais visível, apontada por Arrighi (1996) sobre as causas do fim da paridade estabelecida em 1944 foi a conveniência, por razões da menor regulamentação, para as corporações norte-americanas guardarem seus excedentes, durante a expansão material das décadas de 1950 e 1960, em depósitos fora dos EUA. Na segunda metade da década de 1960, o governo dos EUA aumentou o controle sobre os empréstimos e investimentos internacionais, pelos motivos expostos parágrafos abaixo, o que fez com que a praça financeira mundial se deslocasse dos EUA para a Europa, onde os depósitos não eram mais sujeitos a tais restrições. Esse movimento fez com que a praça financeira de Londres, com a participação conjunta de bancos nova-iorquinos, constituísse um grandioso mercado líquido de eurodólares, fora da autoridade regulatória de qualquer outro país ou órgão e cujas transações superavam muitas vezes o volume de comércio global no princípio da década de 1970. Por haver muitos dólares fora dos EUA, não havia mais como lastrear as obrigações em eurodivisas e nem mesmo as dívidas com autoridades monetárias e governos de outros países. Não havia mais como sustentar a paridade ouro-dólar, e, conseqüentemente, a conversão estabelecida em Bretton Woods acabou em 1971 e a taxa de câmbio fixa em 1973⁷¹.

⁷⁰ (*Id.*, *Ib.*: p. 287).

⁷¹ (*Id.*, *Ib.*: p. 310-312). Mais detalhes sobre a formação e gestação dos euromercados e a passagem da expansão material para a financeira do ciclo sistêmico norte-americano ver Arrighi (1996, p. 309-335).

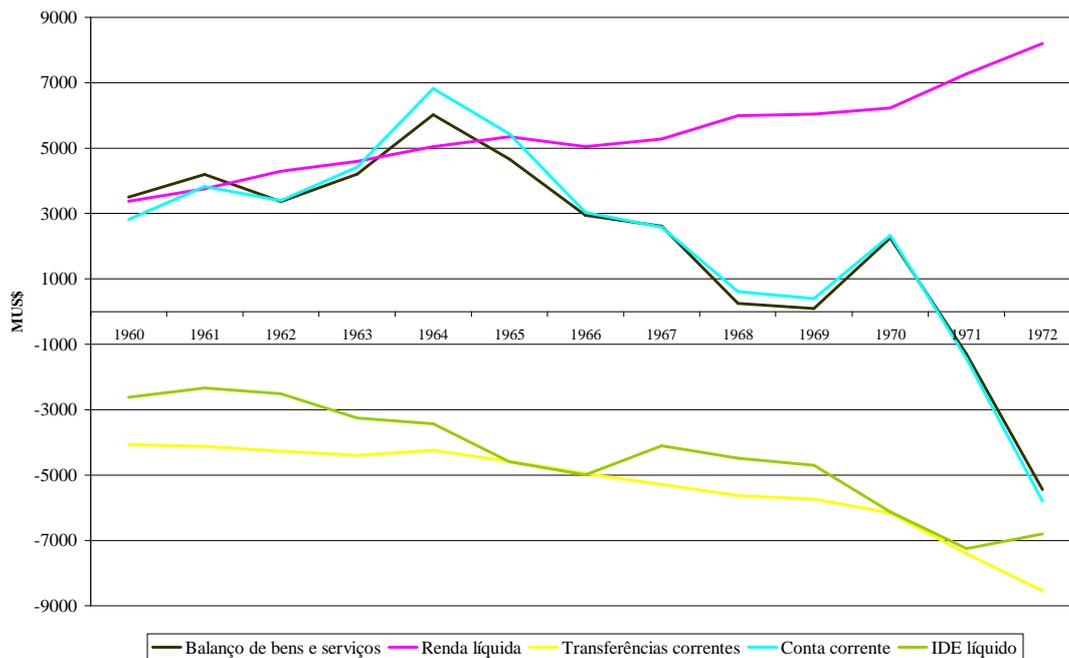


Gráfico 1. Contas nacionais dos EUA 1960-1972 em milhões de dólares nominais.
Fonte: BEA (2008).

Uma primeira interpretação causal, segundo Block (1977), para o fim de Bretton Woods foi o persistente déficit na conta de transferências correntes líquidas do balanço de pagamentos dos EUA (a linha amarela do Gráfico 1). A contabilização dos gastos governamentais no exterior é feita na conta do governo, o que convencionalmente está dentro da conta do saldo de transferências correntes. Gastos militares no exterior, venda estatal de artefatos militares, financiamento de exportação de bens dos EUA, ajuda monetária gasta no exterior e pagamentos de juros de empréstimos governamentais anteriores compõem a conta do governo. Do término da Segunda Guerra até o fim da conversibilidade houve um aumento crescente nesse déficit *pari passu* às necessidades crescentes de liquidez mundial. Nas décadas de 1940 e 1950, o déficit de transações governamentais era um meio crucial para financiar o superávit da balança comercial privada dos EUA, e para a expansão da oferta internacional de liquidez. O lado positivo do déficit em transferências governamentais foi a aceleração da expansão militar dos EUA e dos compromissos políticos ao redor do mundo. Como consequência, no final da década de 1950, essa relação dos EUA com o resto do mundo intensificou a deterioração em transações correntes. Outros itens do balanço de pagamentos, particularmente os fluxos incluídos nas transferências privadas, passaram a se tornar negativos, aumentando o déficit na obtenção de ouro. Nessa época, muitos países europeus começaram a sentir que suas

reservas finalmente alcançaram níveis que os colocariam numa situação de não mais necessitar liquidez internacional adicional. Então esses governos, ao invés de prosseguirem acumulando dólares em suas reservas, passaram a converter os excessos para estoques em ouro, pressionando assim contra a paridade. A expansão do déficit da conta do governo dos EUA para garantir a liquidez dos balanços de pagamentos dos outros países de interesse já não era mais necessária, porém os EUA tinham que continuar com essa política por causa de outros objetivos de poder global. Por exemplo, as tropas dos EUA estacionadas na Europa eram um importante marco na Aliança do Atlântico, e elas não poderiam ser simplesmente retiradas porque os europeus não mais necessitavam dos dólares gastos para manter essa presença militar⁷².

A segunda interpretação, também de Block, se refere ao saldo da balança comercial (linha preta do Gráfico 1) que esteve superavitário na maior parte do tempo ao longo do término da Segunda Guerra até o fim da conversibilidade. Esse substancial superávit, que já existia no período entre guerras e continuou no período após a Segunda Guerra, era limitado pela baixa quantidade de dólares fora dos EUA – o problema da liquidez internacional. O plano Marshall e outros programas de ajuda garantiam esse fluxo. À medida que as economias aliadas se recuperavam, o superávit das exportações dos EUA aumentava, atingindo um pico em 1956-57. Houve um forte declínio em 1958-59 e um período de recuperação entre 1960 a 1964. Mas a partir de então, o superávit comercial foi reduzindo e se tornou cronicamente deficitário até os dias de hoje. Esse declínio de mais longo prazo na balança comercial pode ser interpretado através de vários fatores. Um deles, e o mais importante, foi a revitalização das economias da Europa Ocidental e do Japão. Os capitalistas dessas áreas tiveram algumas vantagens: eles recomeçaram a produzir, na maioria dos casos, com a mais avançada tecnologia, pois as plantas industriais do pré-guerra haviam sido destruídas; eles tinham à disposição uma força de trabalho mais barata que a dos EUA; eles tinham um desejo de se re-erguerem, o que inspirou políticas gerenciais mais agressivas, contrastando com o estilo mais conservador das empresas consolidadas dos EUA, e; por fim, seus governos não estavam preocupados em canalizar muitos recursos técnicos, científicos e financeiros para fins militares, uma vez que quem fazia essa tarefa eram os EUA, logo eles aceleraram mais suas

⁷² Block (1977, p. 142).

indústrias de bens de consumo⁷³. Essa deterioração no balanço comercial dos EUA foi um indício da crise sinalizadora do regime de acumulação e da transição da expansão material para a expansão financeira do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano, uma vez que era essa balança a que mais contribuía para evitar a saída de ouro desse país.

As duas técnicas fundamentais de ajustamento – deflação ou desvalorização cambial – visam fortalecer o balanço de pagamentos promovendo a conta comercial. Contudo, os EUA, na maior parte da expansão material, eram superavitários nessa conta, mas à custa de uma expansão monetária dentro e fora de sua jurisdição. Deflação ou desvalorização podem melhorar a posição internacional de um país apenas se a magnitude do superávit comercial for maior que o déficit de todo balanço de pagamentos. No caso dos EUA, uma possível desvalorização cambial (política impossível dentro do Acordo de Bretton Woods) teria que ter uma magnitude suficiente para superar a redução relativa do estoque de ouro à quantidade de dólares. Se os EUA tivessem aplicado uma desvalorização cambial no início da década de 1960, por exemplo, para incentivar suas exportações, os outros países fariam o mesmo para voltarem a ter a posição competitiva anterior, o que iria reverter qualquer melhoria dos EUA no seu balanço de pagamentos. E seria inimaginável os EUA aplicarem sérios esforços deflacionários porque isso iria trazer conseqüências indesejáveis tanto domesticamente como no resto do mundo. Uma deflação mundial iria diminuir a demanda por bens e serviços dos EUA, o que geraria uma pressão internacional intensa para os EUA inflarem novamente. Além do mais, ambos os cenários eram irrealistas por causa dos compromissos da política externa dos EUA. Em resumo, a deterioração das condições que permitiram a formação do Acordo de Bretton Woods foi conseqüência do exercício de poder militar e político para que os EUA ganhassem a aceitação estrangeira da ordem monetária internacional. Essa era a opção para a institucionalização de uma abertura econômica global a fim de maximizar as oportunidades dos empresários dos EUA através das transnacionais⁷⁴.

A liberalização do comércio de bens, serviços e capitais, sob liderança dos Estados Unidos foi um pilar da ordem do pós-Segunda Guerra para criar um ambiente favorável às empresas dos EUA e de outros países industrializados, que por sua vez tinham suas próprias agendas, mas que acabaram aceitando essa liderança por

⁷³ (*Id., lb.:* p. 144-146).

⁷⁴ (*Id., lb.:* p. 159-163).

questões de custo-benefício. As medidas lideradas pelos EUA incluíram: o Plano Marshall (nas décadas de 1940 e 1950), que facilitou as exportações dos EUA para a Europa; a liberalização do comércio (nas décadas de 1950 e 1960); a liberalização do investimento estrangeiro direto (década de 1960); a liberalização das atividades financeiras internacionais (nas décadas de 1970 e 1980); e a liberalização do comércio de serviços, informação e agricultura, que seguem em negociação desde a década de 1980⁷⁵.

Block, em sua narração, tem um ponto de vista que ele mesmo reconhece como sendo arbitrário em sua análise da política monetária dos EUA:

“balance-of-payments accounting is a matter of choosing among different conventions, each of which makes a number of somewhat arbitrary assumptions; in short, there is no “objective” technique for analyzing a country’s international payments position⁷⁶”.

Isso se deve a liberdade de escolha de variáveis. Block utilizou a publicação do Departamento de Comércio dos EUA intitulada “Survey of Current Business”. Esse mesmo Departamento hospeda hoje o Bureau of Economic Analysis, que periodicamente faz a publicação de “U.S. International Transactions”, fonte dos Gráficos 1 e 2 desta pesquisa. Ao longo dessas duas publicações, o Departamento de Comércio mudou a sua metodologia de construção do balanço de pagamentos, por isso, colocando-se lado a lado os dados dos dois balanços, percebem-se incongruências quanto ao tipo de déficit que se está analisando. Além disso, Block escreveu sua obra em 1977 e, à luz dos acontecimentos posteriores a sua publicação, as pistas sobre o fim da paridade de Bretton Woods ficaram mais evidentes.

Block não levou em conta que existia um fluxo de renda líquida, em dólares, que retornava aos EUA (demonstrado pela linha lilás no Gráfico 1) parecendo que o crônico déficit em transferências correntes se espalhava para todo o balanço de pagamentos, não sendo compensado contabilmente por esse fluxo. O método utilizado por Block considera o fluxo líquido da remuneração do fator de produção capital como sendo parte do investimento direto externo líquido (IDE), concluindo que o IDE, no período 1950-70, ajudou a garantir uma posição positiva. Na realidade, o fato da conta corrente, na maior parte desse período, ter sido superavitária foi a contrapartida contábil, não afirmando aqui uma relação *quid pro quod*, aos EUA

⁷⁵ Ikeda (1996, p. 64).

⁷⁶ (Block, 1977, p. 140).

investirem internacionalmente tanto na forma direta como em *portfólio*. Então os maciços gastos governamentais, que sistematicamente deixavam o saldo de transferências correntes líquidas deficitário, não seriam em si a causa do fim da paridade.

Arrighi atribuiu à expansão do IDE a causa primordial para o fim da paridade, uma vez que, nesse período do pós Segunda Guerra, o governo dos EUA incentivou a transnacionalização de suas empresas. Como herança da década de 1930, persistia ainda algum grau de protecionismo nos países europeus e em outras economias de mercado. O dinamismo dessas “economias nacionais” dava amparo às empresas dos EUA que se instalavam nesses países e, agindo como “cavalos de tróia”, reverteram para si os benefícios do próprio protecionismo. Os euromercados, que nasceram da necessidade dos países comunistas em guardar seus saldos em dólares advindos do comércio internacional, nunca iriam se avolumar e culminar no fim de Bretton Woods se não fossem os massivos investimentos diretos feitos pelas transnacionais dos EUA. Como afirmado anteriormente, essas transnacionais, e também as de outros países, que faziam investimentos diretos no estrangeiro guardavam seus lucros, por não haver regulamentação estatal, em eurodepósitos. Os bancos de Nova York, aproveitando-se desse fato, também migraram parte de suas operações para a Europa, principalmente para Londres⁷⁷.

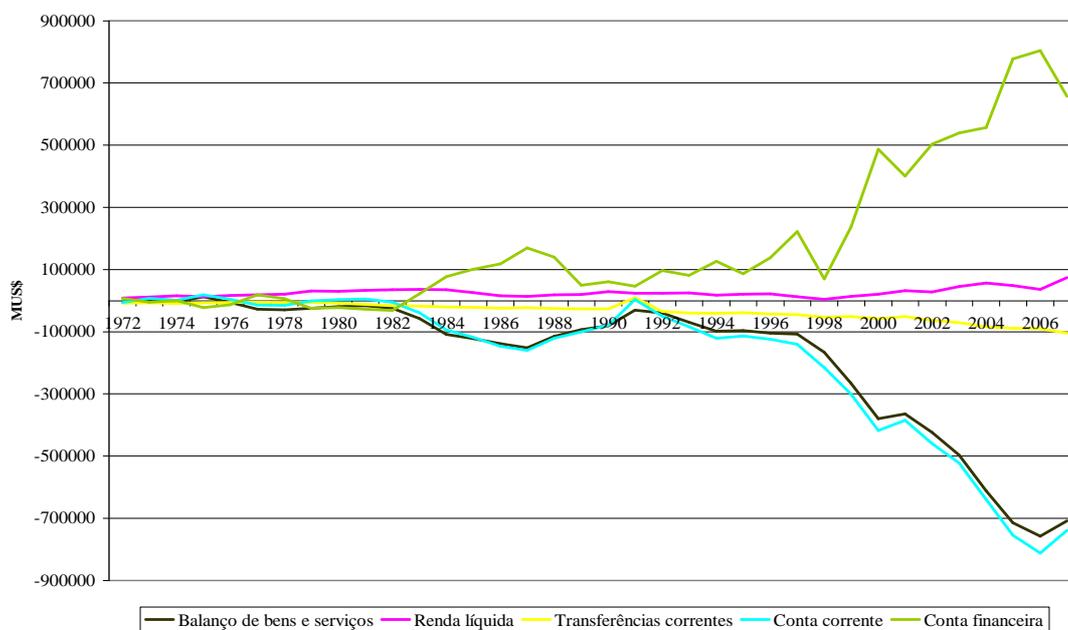


Gráfico 2. Contas nacionais dos EUA 1972-2007 em milhões de dólares nominais.
Fonte: BEA (2008).

⁷⁷ Arrighi (1996, p. 304 e 311).

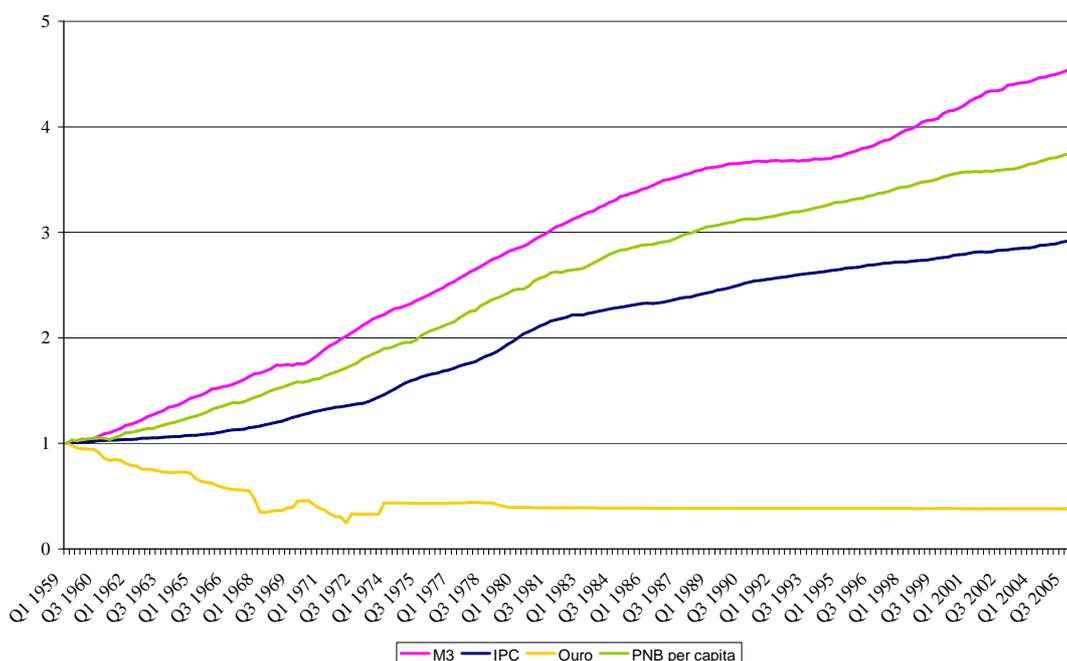


Gráfico 3. Evolução do M3, PNB *per capita*, IPC e do estoque de ouro dos EUA em escala logarítmica. Fonte: IMF (2007).

O Gráfico 2 é uma extensão do Gráfico 1 até os dias de hoje com uma simples alteração: ao invés de apenas registrar o IDE líquido, ele registra toda conta financeira (IDE mais investimentos de *portfolio*). Esse gráfico mostra que a renda líquida recebida do exterior e o saldo de transferências se mantiveram constantes até o presente, sem que isto signifique alguma relação de causa e efeito sobre essas duas contas. A diferença brutal entre os dois gráficos é que a conta corrente (linha azul), que se move *pari passu* ao saldo comercial, se inverteu durante a década de 1970, por causa dos motivos citados por Block, para uma posição deficitária de forma a se emparelhar, em magnitude, com a entrada líquida de investimentos estrangeiros na conta financeira (linha verde). Em outras palavras, a capacidade dos EUA se endividarem é o que vem compensando o déficit em transações correntes até os dias de hoje. Os indícios dessa reversão podem estar se iniciando já no primeiro gráfico. Mas apenas o fim da paridade e o fim da conversão poderiam garantir que a economia mundial e o comércio e fluxos financeiros internacionais se inflassem dessa forma. O Gráfico 3 mostra que, nos EUA, realmente a expansão monetária foi vigorosa, sendo mais acelerada que as próprias expansões do PNB per capita ou do índice de preço ao consumidor (IPC), ou seja um aumento da quantidade real de moeda (M/P). Acima de tudo, o que esse gráfico demonstra é um crescimento real da renda média que cada

cidadão dos EUA obtém do valor gerado em todo o sistema. Mostra também que no período anterior a 1971/73, houve uma redução no estoque de ouro dos EUA. O crônico déficit que Block se referia era a incapacidade de, através de todas as transações internacionais, ter-se um fluxo positivo de ouro, o que resultou na falta do mesmo para honrar o compromisso acordado em Bretton Woods, uma vez que, em dólares, o balanço de pagamentos dos EUA, de uma forma ou de outra, vem fechando até os dias de hoje.

Analisando sob essa perspectiva, as possibilidades das autoridades monetárias dos EUA antes de 1971/73 eram: ou tentar encontrar uma maneira para aumentar as reservas em ouro de forma significativa, pois as tentativas de controle de capitais apenas estavam gerando mais ataques especulativos; ou acabar com a conversibilidade e desvalorizar a paridade. Eles acabaram optando pela segunda. Conforme demonstrado no Gráfico 3, no período anterior a 1971/73, houve uma fuga de ouro dos EUA, e, sob esse aspecto, a desvalorização e o fim da conversibilidade surtiram efeito e estabilizaram esse estoque. Essa tomada de decisão evitou que o sistema monetário mundial centrado no dólar, naquele momento, entrasse em colapso e retornasse ao rigor dos princípios já mencionados da moeda forte, oferecendo aos EUA condições para superar as restrições externas para suas política de poder. Contudo, essa tomada de decisão teve um custo. A característica deficitária das contas dos EUA, antes ou depois do fim do Acordo de Bretton Woods, representa, na realidade, o papel político dos EUA no sistema-mundo. Isso porque, para exercer hegemonia, os EUA tinham que ter a capacidade de criar e liderar um novo ciclo de acumulação e de expansão material que implicasse levar toda a economia-mundo a uma etapa de crescimento. E romper com o acordo significou sinalizar ao resto do mundo o início da crise hegemônica (Arrighi 1996).

Um adendo: a estrutura institucionalizada criou uma situação monetária desafiadora para os investidores internacionais, e um tanto confortável aos EUA, num primeiro momento, que estavam desobrigados a seguir os princípios da moeda forte, descrita pelo Paradoxo de Triffin. Na década de 1950, Robert Triffin já alertava sobre o colapso do sistema criado na Conferência de Bretton Woods. O sucesso das operações do sistema financeiro internacional dependeu da expansão das reservas em dólares em outros bancos centrais para manter o crescimento da liquidez internacional ao compasso da rápida expansão do comércio mundial. Mas isso apenas pôde ser alcançado através de um déficit no balanço de pagamentos dos EUA, que

continuamente aumentava a demanda por ouro. Uma vez que essa demanda excedesse o valor em dólar das reservas de ouro dos EUA na paridade de US\$35, a convertibilidade do dólar em ouro na paridade oficial dependeria da vontade dos estrangeiros em não converter os dólares em ouro. Isso criou um dilema para os estrangeiros portadores de dólares, em particular os bancos centrais das economias em recuperação que eram responsáveis por estabilizar o dólar e, portanto, tinham que acumular cada vez mais reservas à medida que os investidores privados convertiam os dólares para outras moedas, em particular o marco alemão. Um reconhecimento da apreciação do valor de face em dólar do ouro – uma depreciação do dólar em relação às outras moedas – significava perdas de capital das reservas em dólar. Logo, os estrangeiros portadores de dólares se encontravam na situação conhecida como Paradoxo de Triffin. Se eles convertessem os dólares em ouro junto ao Tesouro dos EUA, isso reduziria o lastro em ouro das suas reservas em dólares e ajudaria a antecipar a desvalorização da moeda dos EUA, depreciando todos os outros depósitos em dólares e produzindo perdas nas suas contas externas. Se eles não convertessem os excessos de dólares eles iriam incorrer em perdas ainda maiores quando a desvalorização viesse a ocorrer de qualquer modo⁷⁸.

2.1.2 Mais um passo na (des)construção do dólar como moeda mundial

Na década de 1960, a defesa do dólar e de seu papel internacional passou a ser um objetivo crucial para os interesses do governo dos EUA. À medida que as reservas em ouro iam diminuindo e enfraquecendo o lastro do dólar, propostas para um novo padrão monetário passaram a ser mais frequentes e respeitadas. A idéia da contínua expansão de liquidez internacional como necessária para manter o ritmo de crescimento econômico e de comércio mundial era, de modo geral, um consenso. E essa expansão vinha sendo feita através do aumento de dólares fora dos EUA. Contudo, novas expansões de eurodólares, dentro das regras do Acordo de Bretton Woods, estariam acompanhadas de elevações da fuga de ouro desse país. Os EUA aplicaram algumas restrições à exportação de capital a partir da atividade prestamista privada de Nova York para continuar garantindo liquidez através do FMI, mas essa tentativa de equilibrar os fluxos se mostrou insuficiente e também incoerente com a

⁷⁸ Kregel (1999, p. 2).

responsabilidade dos EUA em manter a defesa do liberalismo. Então, outras medidas deveriam ser tomadas para proteger o dólar e também a libra, diga-se de passagem, sem colocar limites à liberdade de ação internacional dos EUA. Em setembro de 1967, com Henry Fowler à frente do Departamento de Estado, os EUA tentaram resolver o problema de como expandir a liquidez, através da criação de uma unidade de conta chamada *Special Drawings Rights* (SDR), para obter um fôlego adicional contra uma maior aversão ao dólar e ampliar o espaço para as políticas domésticas. Essa mudança teve um efeito equivalente a uma expansão da liquidez do FMI, como se outros países estivessem aportando mais quotas, e foi interpretada também como uma tática dos EUA para liderar as iniciativas do fundo para reduzir as tensões sobre o tema da liquidez⁷⁹.

Uma seqüência de eventos marcou a fase de transição da expansão material para a financeira do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano. Em 18 de novembro de 1967, uma desvalorização da libra criou uma onda especulativa que repercutiu contra o dólar na forma de compra massiva de ouro nos mercados europeus, fazendo uma pressão ascendente no preço desse metal. Nesse mesmo mês, o *gold pool countries*, um grupo de países comprometidos em manter a paridade, foi obrigado a vender 1 bilhão de dólares em ouro e outro bilhão em dezembro para evitar que o ouro subisse acima de US\$ 35 a onça. Sendo que os EUA tiveram que arcar com 59% da oferta desse metal, sofrendo uma forte redução no seu estoque. O Presidente Lindon Johnson tentou reduzir o ataque especulativo com um programa de controle de capitais em janeiro de 1968, mas a situação piorou rapidamente por causa da explosão da ofensiva do Tet no Vietnã, o que gerou mais especulação e demanda de ouro devido às incertezas quanto à Guerra do Vietnã. A reação dos EUA, para tentar reverter essa tendência, foi iniciar uma campanha agressiva para reaver a iniciativa pela ordem monetária internacional. Essa campanha visava aliviar as pressões sobre o dólar ao forçar os europeus a tomar providências para reduzir seus superávits no balanço de pagamentos. Ela continha a formulação de um plano para criar aumentos nas alíquotas de importação e restituições de impostos para a exportação dos EUA. Essas ações tinham a forma de intimidação para fazer com que a Europa fizesse concessões comerciais para evitar uma guerra comercial com os EUA. Em março de 1968, os EUA dissolveram o *gold pool countries*, desobrigaram-

⁷⁹ Block (1977, p. 189-191).

se a manter o preço da onça de ouro no mercado aberto e instituíram uma segunda cotação não oficial, em que o mercado seria o responsável para estabelecer o preço desse metal. Os governos europeus acabaram aceitando a idéia de haver dois mercados de ouro, passando a ser a demanda de outras moedas “mais fortes” a única forma para se especular contra o dólar. Dessa forma, quando houvesse uma redução na confiança do dólar, os bancos centrais “mais fortes” seriam obrigados a absorver uma quantidade grande dessa moeda, eliminando a pressão direta nos EUA da demanda privada por ouro⁸⁰, mas sem resolver a contínua redução dos estoques desse metal.

No final de 1967, Eugene Birnbaum, economista sênior do Standard Oil, e depois vice-presidente do Chase Manhattan, publicou um influente artigo chamado *Changing the United States Commitment to Gold*. Ele ressaltou que os EUA deveriam renunciar à obrigação de ofertar ouro por dólares de forma que os outros países poderiam requisitar que os EUA comprassem seus dólares pagando-os com suas próprias moedas, sendo isso o limite máximo das obrigações dos EUA. Essa sugestão de mudança na política monetária começou a ganhar mais força após as sucessivas perdas nas reservas de ouro do Fed. Seguindo a linha de Birnbaum, Lawrence Krause publicou em 1970 um artigo intitulado “*A Passive Balance of Payments Strategy for the United States*”, no qual argumentava que os EUA não mais tinham o poder de gerenciar o sistema monetário mundial diretamente. Os EUA poderiam então continuar alcançando seus objetivos, apesar de relativa fraqueza, adotando uma estratégia de um balanço de pagamentos passivo (transações correntes deficitárias). Essa estratégia significava, na prática, que os EUA poderiam administrar sua política doméstica num nível ótimo fazendo o mínimo esforço para controlar o tamanho do seu déficit na conta corrente, cabendo aos outros países ajustarem suas taxas de juros e de câmbio para evitarem influxos indesejáveis de dólares. Um exemplo da aplicação desse tipo de imposição dos EUA ocorreu no início de 1971, quando uma massiva especulação contra o dólar tomou a forma de um grandioso fluxo de dólares para a Alemanha Ocidental, o país com a moeda mais forte da Europa continental. A posição oficial dos EUA em relação a esse fluxo era que se tratava de um problema para a Alemanha resolver e que os EUA não iriam tomar nenhuma ação para alterar sua política econômica expansionista. A intenção dos EUA era forçar os alemães e outros

⁸⁰ (*Id., Ib.:* p. 189, 193 e 194).

países a apreciarem suas moedas para que os EUA melhorassem sua posição comercial internacional. A Alemanha resistiu o quanto pôde, mas se tornou relutante em continuar comprando dólares para defender a paridade existente e finalmente permitiu que o valor do marco flutuasse para cima para não continuar comprando dólares. Da mesma forma, outros países também valorizaram suas moedas, exceto os japoneses que continuaram resistindo à pressão dos EUA para uma valorização do yen. E, diga-se de passagem, esse padrão continua até os dias de hoje, notadamente no Leste Asiático, onde os países lutam contra a apreciação de suas moedas. O sucesso da política dos EUA em forçar algumas moedas a se re-ajustarem preparou as condições para fazer outra imposição: forçar, unilateralmente, os outros países a aceitarem uma nova e fixa taxa de câmbio. Richard Nixon, então, passou a seguir as recomendações de Birnbaum e assim foi fechada também a conversão oficial do ouro⁸¹.

Como o fim da paridade e da conversibilidade é interpretado pela perspectiva de análise dos sistemas-mundo? Ela o interpreta como sendo um ponto crucial de reversão de tendência de longo prazo, imperceptível à história jornalística dos eventos. Segundo Arrighi (1996), o fim de Bretton Woods representa a crise sinalizadora do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano. Para Wallerstein (2001), baseado numa análise do capitalismo desde o século XV, esse evento marca a mudança de uma fase A para a fase B do ciclo de Kondratieff, mas sem uma perspectiva de retorno para o crescimento de uma fase A. Essa percepção de Wallerstein é fundamentada através da reversão dos mencionados seis vetores de desenvolvimento do moderno sistema-mundo que chegaram ao ápice nesse período e que então tendem a declinar. Braudel (1998) também interpreta a mudança de rumo da política monetária dos EUA como um novo movimento da maré da história material. Seria apenas uma nova entrada na fase descendente de Kondratieff ou uma descida secular mais longa do sistema capitalista? Braudel tinha essa dúvida porque esse momento histórico pareceu-lhe apresentar o início de uma tendência de baixa do *trend* secular⁸², acrescida do reforço da baixa de um Kondratieff:

⁸¹ (*Id., Ib.*: p. 196 e 197).

⁸² Sobre a *trend* secular: “Pouco perceptível no momento, mas seguindo seu caminho, sempre numa mesma direção, o *trend* secular é um processo cumulativo. Acrescenta-se a si mesmo; tudo se passa como se ele fosse elevando pouco a pouco a massa dos preços e das atividades econômicas até o momento em que, no sentido inverso, com a mesma obstinação, põe-se a trabalhar por uma baixa geral, imperceptível, lenta, mas prolongada” (Braudel, 1998, p. 64 e 65).

“Em 1973-1974, houve uma inversão de um novo Kondratieff cuja origem se situa por volta de 1945 (isto é, um ramo ascendente de cerca de um quarto de século, segundo a normal), mas não terá havido além disso, como em 1817, uma inversão do movimento secular, portanto uma dupla inversão?... Dupla ou simples, a inversão dos anos 1973-1974 abriria uma longa regressão. Aqueles que viveram a crise de 1929-1930 guardaram a lembrança de um furacão inesperado, sem precedentes e relativamente breve. A crise atual, que não nos larga, é mais sinistra, como se não conseguisse mostrar seu verdadeiro rosto, encontrar seu nome e o modelo que a explicasse e nos tranquilizasse;... paradoxalmente, há regressão, desaceleração da produção, desemprego, mas os preços continuam a subir em flecha, contrariamente às antigas regras⁸³”.

“E, nesse caso, os meios que empregamos no dia-a-dia para debelar a crise não serão a ilusão das ilusões?⁸⁴” Não é um objetivo desta pesquisa verificar se se trata de uma descida hegemônica ou de todo sistema; mas o ambiente de expansão financeira. No tempo conjuntural, as políticas adotadas pelo governo dos EUA passam a ser analisadas como medidas imediatas para enfrentar uma restrição que o sistema impõe, sendo apenas paliativas, e que no final acabam reforçando, sem ser essa a intenção, a conjuntura vigente de crise hegemônica e de uma via de crescimento e acumulação da economia-mundo. Assim, as políticas teriam efeitos de curto prazo possíveis de serem estimados e favoráveis a princípio ao estado hegemônico, mas de estimação incerta para efeitos de longo prazo.

Frente ao declínio da liderança conseguida com a expansão material norte-americana, Richard Nixon respondeu, em 15 de agosto 1971, abandonando o Acordo de Bretton Woods:

At the end of World War II the economies of the major industrial nations of Europe and Asia were shattered. To help them get on their feet and to protect their freedom, the United States has provided over the past 25 years \$143 billion in foreign aid. That was the right for us to do. Today, largely with our help, they have regained their vitality. They have become our strong competitors, and we welcome their success. But now that other nations are economically strong, the time has come for them to bear their fair share of the burden of defending freedom around the world. The time has come for exchange rates to be set straight and for the major nations to compete as equals⁸⁵.

Independente de que se o fim do Acordo de Bretton Woods tenha representado uma crise ou declínio irreversível de tendência secular, a fase inaugurada a partir desse evento é caracterizada por mudança do papel dos EUA no crescimento

⁸³ Braudel (1998, p. 68 e 69).

⁸⁴ (*Id., Ib.*: p. 574).

⁸⁵ Nixon (1971).

econômico do sistema mundial. A partir de então, houve um aumento da desestabilização do após-guerra, com perda de poder e prestígio dos EUA⁸⁶. Os EUA não terem compromissos com nenhuma moeda estrangeira, nem mesmo com o ouro, e poderem se endividar em sua própria moeda significou na prática eliminar grandes restrições externas para suas políticas econômicas. E essa mudança contribuiu para mais uma fase na função do dólar como moeda mundial.

Sendo a análise do dólar e da política monetária dos EUA feita dentro de uma conjuntura definida, o objetivo geral da pesquisa é interpretado segundo a lógica da conjuntura de expansão financeira em que entrou a economia-mundo. O evento de 15 de agosto de 1971 é consequência de processos que já estavam ocorrendo: a formação dos euromercados e a perda de competitividade da indústria dos EUA. Mas ele inaugura uma conjuntura com características recorrentes da lógica de acumulação incessante de longo prazo. Flutuações longas e semilongas e a tal *trend* secular sempre ocorreram na história do sistema capitalista, sendo uma regra que chega de longe, destinada a se perpetuar e a definir uma conjuntura que não ultrapassa a duração de um ciclo de Kondratieff. A conjuntura que detém ou retrai os preços não é, portanto, exclusiva do atual Estado hegemônico, mas do “tempo do mundo”, parafraseando Braudel que analisou uma conjuntura semelhante, a que ocorreu no ciclo sistêmico da hegemonia anterior. As curvas de preço no continente europeu eram correlacionadas às britânicas. Por analogia, comparavelmente às flutuações anteriores, os EUA são o epicentro da conjuntura que envolve os demais países da economia-mundo, sendo ela mesma, ou o que se passa nela, um testemunho das políticas que se originam nesse país, o que não quer dizer que todos os Estados se abrigam sob uma mesma bandeira. A economia-mundo é o espaço de repercussão das políticas econômicas dos EUA. Isso quer dizer que, em uma conjuntura, variações nas atividades econômicas ocorrem em extensas superfícies, em quase toda parte e ao mesmo tempo, em relação ao centro hegemônico, no que diz respeito à acumulação de capital. Braudel percebeu esse padrão entre a Inglaterra e o continente europeu, nos anos de 1770-1780 até 1812-1817, e afirmou que é mais explícito na hegemonia dos EUA durante o século XX⁸⁷.

⁸⁶ Segundo Arrighi, após o fim de Bretton Woods, “as estratégias de poder norte-americanas passaram a se caracterizar por um desprezo básico pelas funções de governo mundial. Foi como se os grupos dominantes dentro dos Estados Unidos houvessem decidido que, já que o mundo não podia mais ser governado por eles, deveria ficar entregue a seu próprio governo” (1996, p. 310).

⁸⁷ Braudel (1998, p. 566-569).

Antes de prosseguir com a reconstrução histórica do dólar, é oportuno ressaltar que, neste ponto da pesquisa, fica claro o porquê da formulação do problema e das hipóteses. No entendimento da longa duração do capitalismo, a política monetária do Fed em si causaria impactos na liquidez do sistema no atual ciclo sistêmico. A repercussão de uma crise conjuntural é diferente nos diversos pontos do sistema. Isso se deve à distribuição geográfica das cadeias mercantis, que ligam os diversos nódulos da economia-mundo, não ser homogênea. Há elos das cadeias com maior poder de monopólio e outros que sofrem com a concorrência. Logo, as decisões de política monetária exercem efeitos sobre as curvas de preços de bens de consumo e de produção, assim como sobre os fluxos de capitais, que se movimentam de forma mais ou menos dramática conforme a inserção de cada Estado na economia-mundo. Usando as palavras de Braudel, “no centro do mundo a água ferve menos do que nos outros pontos⁸⁸”. Mesmo entre Estados de semelhante nível de produto nacional bruto *per capita*, como o Japão e a Europa Ocidental, não haveria a necessidade de correlação máxima entre suas variáveis de preço e investimentos e as variáveis dos EUA após o estímulo causado por estes. Porém há um papel semelhante da crise conjuntural nos diferentes pontos da economia-mundo: por não atingir da mesma maneira os fracos e fortes, a crise é “uma ocasião para uma redistribuição das tarefas e relações econômicas internacionais, acabando por reforçar o dinamismo dos mais fortes e acentuando o recuo dos enfraquecidos⁸⁹”. Os testes econométricos para confirmar essa hipótese são feitos no próximo capítulo, sendo então estimada a direção da causalidade entre os níveis de preços dos EUA e mundial.

Diferentemente do Japão e da Europa Ocidental, a economia dos EUA tem uma característica menos extrovertida. Os dois primeiros são muito mais dependentes do comércio exterior. Comparando essas regiões pela proporção da soma das exportações e importações sobre a renda nacional, nos anos 1970, os dois primeiros apresentam esse índice três vezes superior aos EUA. A frouxa política monetária dos EUA após o fim do Acordo de Bretton Woods expandiu a demanda interna e externa, além de desviar para seu interior, fontes de energia e de matéria-prima. Como resultado das depreciações do dólar ocorridas pela forte expansão monetária após o acordo, criou-se uma vantagem externa de custo aos EUA. Essa mudança de padrão monetário estimulou as exportações e aumentou receitas norte-americanas, reduzindo

⁸⁸ (*Id., Ib.:* p. 567).

⁸⁹ (*Id., Ib.:* p. 567).

o preço dos produtos dos EUA no exterior e encarecendo o preço dos similares estrangeiros no mercado doméstico. O fato da economia dos EUA ser menos extrovertida, ou seja, dependem menos que o resto dos países de centro do comércio exterior para aumentar a demanda agregada, não elevou os custos internamente após as sucessivas depreciações cambiais. E, conjuntamente ao fato de eles serem um grande produtor de petróleo, houve também uma redução dos custos de produção dessa commodity comparativamente ao resto do mundo. A política monetária dos EUA pôde elevar as importações líquidas de petróleo, de uma média de 2,1 milhões de barris por dia entre 1960 e 1969, para 6,9 milhões entre 1973 e 1978. Como consequência, também, houve uma melhora considerável no desempenho comparativo da economia dos EUA, entre 1973 e 1978, em relação à Europa Ocidental, e em menor grau ao Japão⁹⁰.

2.1.4 O trabalho de Paul Volcker

Os mesmos movimentos especulativos que contribuíram para o fim do Acordo de Bretton Woods continuaram pressionando o dólar, não sendo eliminados após o fim do acordo. A questão da credibilidade quanto ao valor da moeda dos EUA não havia sido solucionada. O Fed continuou expandindo sua base monetária após o fim do acordo e não foi seguido da geração, na mesma magnitude, de novos meios de produção e comércio. A maior parte desse aumento acabou sendo transformada em petrodólares e eurodólares nas praças *offshore*. A liquidez criada foi superior ao que o mercado poderia reciclar com lucro e segurança. Advindo desse aumento de liquidez, havia também a questão do aumento da competitividade e luta por mercados, dado que países semiperiféricos e periféricos antes não dignos de crédito passaram a desfrutar dessa opção de endividamento que garantia uma maior manobra para contornar os problemas de seus balanços de pagamentos, dificultando os privilégios de *seigniorage* global dos EUA. O resultado não poderia ser outro além da perda da confiança no dólar demonstrado pela fuga do capital especulativo árabe para o ouro no fim da década de 1970. Era óbvio que um aumento nessa desconfiança iria gerar um processo de remonetizar o ouro, coisa que os EUA por quase uma década vinham lutando para evitar. Com a maior demanda por ouro, fazendo a cotação atingir um

⁹⁰ Arrighi (1996, p. 319 e 320).

recorde de US\$ 875,00 em janeiro de 1980, houve a necessidade de deter a oferta monetária nos EUA e no mundo. Então, a medida tomada pelo governo dos EUA para debelar a crise foi competir agressivamente pelo capital circulante mundial. O Federal Reserve, no período 1979-82, promoveu uma grande desinflação através de altas taxas de juros, conforme o Gráfico 4 abaixo, que se demonstrou bastante eficiente. Foram promovidos também incentivos para que o capital circulante permanecesse nos EUA através de uma série de desregulamentações, o que tornou atrativo às grandes corporações e instituições financeiras, que antes haviam migrado para Londres e outras praças *offshore* no mundo, manterem seu capital em Nova York mesmo⁹¹.

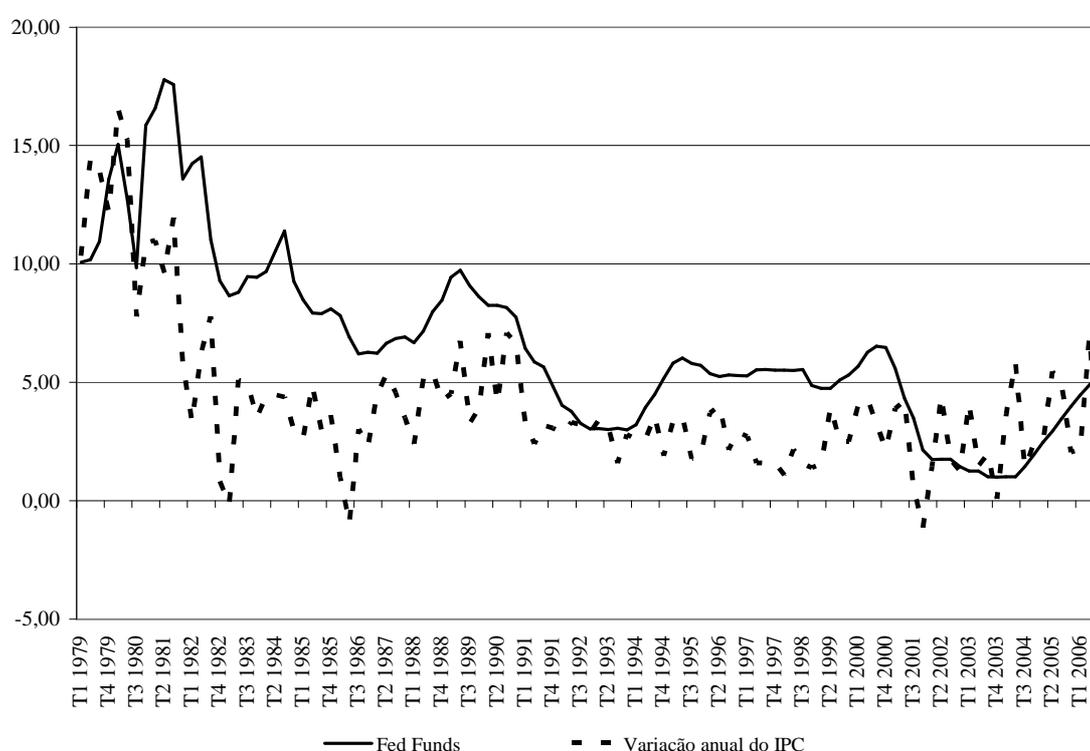


Gráfico 4. Taxa de juros e inflação anuais nos EUA.
Fonte: IFS (2007).

O processo de desinflação decorrente da elevação das taxas de juros foi um momento marcante na história macroeconômica da expansão financeira do ciclo sistêmico norte-americano. A nomeação de Paul Volcker como *chairman* do Federal Reserve pelo presidente Carter em 25 de julho de 1979 definiu uma transição da estratégia da política de poder mundial dos EUA: do abandono de uma prática embutida no New Deal, de confronto com as altas finanças privadas, para a adoção

⁹¹ (*Id., lb.:* p. 325, 327, 328 e 331); (*Id.,* 1999, p. 240).

dos princípios da moeda forte. Essa transição levou a economia dos EUA à estabilidade macroeconômica de preços vivenciada por pelo menos mais um quarto de século e foi um meio para que esse Estado voltasse a recuperar a vantagem na luta global pelo poder⁹².

Contudo, o episódio da desinflação (1979-82) foi custoso para a economia dos EUA e um tanto doloroso para sua classe trabalhadora que desde a Grande Depressão não viam uma taxa de desemprego acima de dois dígitos. Para os países semiperiféricos e periféricos, o evento foi ainda muito mais devastador, gerando grandes instabilidades macroeconômicas e seus efeitos dramáticos no lado real (inflação elevada, alto endividamento, desemprego e dificuldades para fechar o balanço de pagamentos).

Orphanides (2005) atribui os elevados custos econômicos da desinflação nos EUA ao comportamento não favorável das expectativas quanto à formação da inflação esperada que era elevada por causa do comportamento permissivo do Fed até então. O caso é que, durante os anos 1970, muitos erros se acumularam após as demasiadas expansões monetárias e assim o Fed perdeu sua credibilidade. No ambiente do fim dessa década, quando o público já havia se sensibilizado da preocupação sobre os aumentos da inflação, ocorreu o segundo choque do petróleo. O preço da *commodity* mais que dobrou – oscilou de US\$ 15,85 para US\$ 39,50⁹³ –, incorporando a próxima aceleração desestabilizadora nas expectativas de inflação. Orphanides sustenta que uma vez que o processo de formação da inflação esperada se torna descontrolado, como aconteceu em 1979, mesmo uma drástica mudança na política monetária toma bastante tempo para restaurar a estabilidade, o que aumenta a agonia para os assalariados devido ao aperto monetário. Após Volcker ter assumido com o compromisso de reduzir a inflação, e mesmo após o processo de desinflação ter começado, o público ainda temia que as autoridades monetárias fossem abandonar a política e reverter a taxa de inflação às condições iniciais. Durante o primeiro ano do novo *chairman*, a política monetária foi assumida como sendo totalmente não crível. A inflação esperada de curto prazo era sistematicamente viesada para cima enquanto que a inflação medida caía; a inflação esperada de longo prazo, assim como a taxa de juros nominal de longo prazo, continuava alta, mesmo depois de seguidos períodos

⁹² (*Id., Ib.:* p. 334).

⁹³ Em valores nominais. A cotação de US\$ 39,50 representa a maior alta em termos reais até 7 de maio de 2008 (Mouawad, The New York Times, 08 de maio de 2008).

registrados de queda na inflação medida. A credibilidade foi conquistada pouco a pouco, sendo necessária uma queda no nível do produto para que o processo de desinflação pudesse ser sucedido. Em outubro de 1982, o Fed retornou às taxas de juros anteriores a 1979, pois havia sido restabelecida a confiança na taxa de juros dos Fed Funds como principal instrumento de política monetária. Contudo, durante o período entre 1980 e 1986, a inflação esperada sempre esteve acima da inflação medida, demonstrando a cautela do público⁹⁴.

	Constante θ_0	Juros (-1) θ_i	Inflação θ_{π}	Hiato da taxa de crescimento $\theta_{\Delta y}$	Hiato do produto θ_y
1969.1-1979.2	0,53 (0,92)	0,75 (0,14)	0,44 (0,12)	0,14 (0,15)	0,19 (0,04)
1982.3-1987.2	1,32 (0,65)	0,41 (0,12)	0,90 (0,19)	0,41 (0,16)	-0,01 (0,05)

Tabela 2.1 Estimação OLS da orientação do Fed.

Fonte: Orphanides (2005, p.1021).

Notas: Estimação de $i_t = \theta_0 + \theta_i i_{t-1} + \theta_{\pi} \pi_{t+3}^a + \theta_{\Delta y} (\Delta^a y_{t+3} - \Delta^a y_{t+3}^*) + \theta_y (y_{t-1} - y_{t-1}^*) + e_t$ por mínimos quadrados, em que i_{t-1} é a taxa de juros no período anterior, $\pi_{t+3}^a = p_{t+3} - p_{t-1}$ é a taxa de inflação do deflator do PIB, $\Delta^a y_{t+3} - \Delta^a y_{t+3}^*$ é a taxa de crescimento do PIB real em relação ao crescimento do produto potencial e $y_{t-1} - y_{t-1}^*$ é o hiato do produto medido menos o potencial. As variáveis datadas em $t+3$ refletem as previsões do *staff* do Federal Reserve feitas durante o trimestre t . Entre os parênteses estão os erros padrão HAC.

O trabalho de Volcker à frente do Fed no episódio da desinflação concentrou-se também no hiato entre o produto efetivo da economia e seu produto potencial. Esse era um elemento importante da política monetária antes da desinflação iniciada em 1979, sendo a inflação corrente interpretada como consistindo da expectativa da inflação esperada no próximo período mais o hiato entre o produto corrente e o produto potencial. Como um objetivo do New Deal, visou-se sempre um produto alto, que mantivesse o nível de emprego em vias de alcançar sua plenitude, e isso foi causando pressões inflacionárias. O Fed de Volcker, reconhecendo esse fato, aperfeiçoou-se numa política mais robusta. A política monetária tornou-se mais responsiva para o hiato entre a taxa de crescimento do produto efetivo e a taxa de crescimento do produto potencial e ao controle do nível de preços conforme a Tabela 2.1. O mais alto coeficiente $\theta_{\Delta y}$, no período 1982.3-1987.2, indica essa adequação em direção ao hiato da taxa de crescimento efetivo, enquanto que a diminuição do

⁹⁴ Orphanides (2005, p. 1018-1021).

coeficiente θ_y , no segundo período, mostra a perda de poder explicativo do produto corrente. Isso sugere que o refinamento nos processos operacionais que foi tomado em 1979/1982, após os cumes da alta dos juros, não reverteu por completo a orientação básica fundamental do perfil das políticas até 1979⁹⁵. Continuando a se pautar pelo crescimento do produto, as medidas adotadas por Volcker não se limitaram somente a uma experiência monetarista, mas acima de tudo, elas ocasionaram uma adequação da política monetária à expansão financeira, isto é, aos princípios da moeda forte. Essa afirmação é pautada na melhora considerável do coeficiente θ_{II} , no segundo período, aumentando o rigor sobre a inflação. Em suma, o Fed passou a estabelecer uma taxa de juros que reflete o crescimento do produto e mantém ao mesmo tempo o valor da moeda.

A essência da desinflação foi a reversão na mudança da postura do governo dos EUA, que de concorrentes das altas finanças privadas internacionais – como era basicamente durante a década de 1970 – passaram a ser seu mais poderoso e fiel patrocinador. A medida deflacionária de Volcker em apoio ao valor do dólar foi apenas um primeiro passo nessa direção. Em seguida, os processos desregulatórios – a gradual extinção das instituições de *welfare state* – acentuaram com o propósito de criar nos EUA as condições mais favoráveis possíveis para a especulação financeira. Finalmente, e mais importante, foi possível criar as condições para uma das mais espetaculares expansões do endividamento estatal da história mundial e, como consequência, uma escalada na competição interestatal por capital de circulação mundial. Quando Reagan entrou na Casa Branca, em 1981, o déficit fiscal federal anual era cerca de US\$ 74 bilhões e a dívida pública federal total alcançava US\$ 1 trilhão. Dez anos depois, o déficit fiscal saltou para mais de US\$ 300 bilhões e a dívida pública total para cerca de US\$ 4 trilhões, tornando os EUA os maiores devedores do planeta. Como resultado, em 1992, o pagamento líquido do serviço dessa dívida passou a ser US\$ 195 bilhões por ano, o que representava 15% do orçamento federal, uma grande evolução em se comparando com o serviço de US\$ 17 bilhões, ou 7%, do ano de 1973. Até essa reversão, os EUA eram os maiores credores mundiais, mas passaram a emprestar dinheiro de todo mundo para se tornarem o maior devedor do planeta – um comportamento semelhante à Inglaterra entre 1914 e

⁹⁵ (*Id., Ib.:* p. 1021 e 1022).

1945⁹⁶. Sobre os patrocinadores dessa dívida, o atual perfil da política monetária dos países do Leste Asiático – o fato de eles comprarem tantos dólares – faz com que eles sejam os maiores financiadores líquidos do déficit em conta corrente dos EUA. Esse padrão de atração dos capitais mundiais na forma de alto endividamento público é recorrente na era de George W. Bush e remonta às recomendações de Eugene Birnbaum de 1967. Em resumo, o sucesso da reversão das políticas dos EUA é o argumento histórico que sustenta as hipóteses desta pesquisa de que há uma interferência no fluxo de capital circulante a partir das decisões do Fed.

Como indica o Gráfico 2, a partir da reversão da postura do Fed na ocasião da desinflação promovida por Volcker (1979-82), os EUA também passaram a acelerar a atração de riqueza real para seu território. A conta financeira do balanço de pagamentos dos EUA passou a ser crescentemente superavitária. O aumento da dívida pública desse país juntamente com a credibilidade da moeda, possibilitou uma expansão do déficit em transações correntes em magnitude nunca então vista durante o ciclo sistêmico de acumulação norte-americano. Engel e Rogers (2006) afirmaram, sob consideráveis suposições⁹⁷, que o aumento da participação do PIB dos EUA no centro (representado em seu modelo pelos países do G7 mais Suíça, Suécia e Noruega) é um forte responsável pelo déficit da conta corrente do balanço dos EUA desde o princípio da década de 1980 aos dias de hoje. Há uma relação entre o mais baixo crescimento do restante do G7 e desses três países e o déficit dos EUA que persiste mesmo incluindo outros países de centro como a Austrália ou outras economias menores da Europa. O estudo de Engel e Rogers não leva em conta o crescimento do leste asiático. Caso levasse, o crescimento da porcentagem mundial, ao invés de somente entre as economias centrais, devido ao PIB dos EUA não seria tão róseo assim. O fato importante do maior ritmo de crescimento do Leste Asiático é que se está criando uma grande poupança nessa área, que aliado ao “*privilégio exorbitante*”⁹⁸ dos EUA, está possibilitando o endividamento desse país. Mais precisamente porque o retorno dos investimentos dos EUA no exterior é maior que o retorno dos investimentos estrangeiros nos EUA. Isso indica que os estrangeiros vêm o mercado dos EUA com menos risco e que os EUA são proprietários de um *mix* de

⁹⁶ Arrighi (1999, p. 240 e 241).

⁹⁷ Engel e Rogers não levaram em conta o crescimento do Leste Asiático em seus estudos sobre o maior crescimento da economia dos EUA em relação às economias de centro. Essa é a maior pré-condição para isolar esse efeito sobre o déficit da conta corrente após a desinflação de Volcker sobre o menor crescimento dessas economias centrais.

⁹⁸ Termo criado por Gourinchas e Rey (2005) (Engle; Rogers, 2006, p.1090).

investimentos mais arriscado, e por tanto mais lucrativo, no estrangeiro. Nada impede que esse perfil de investimentos se inverta, o que acabaria com esse privilégio, mas não é o que parece estar acontecendo. Fundamentados nesses e em outros pontos Engel e Rogers projetam que o tamanho do déficit em conta corrente dos EUA é justificável se os mercados esperarem que essa proporção do PIB dos EUA sobre as demais economias centrais continue aumentando. Esse padrão de aumento, que se inaugurou na desinflação de Volcker, é necessário e não implausível para continuidade da expansão do déficit⁹⁹.

Aksoy e Piskorski (2006) atribuem ao fato de haver dólares fora da jurisdição dos EUA os erros em estimações macroeconômicas nesse país ao sustentar que relações entre agregados monetários e produto e inflação não se amparam no longo prazo a partir da década de 1980. Apontam também que, desde essa década, a forte influência da taxa de juros de curto prazo perdeu poder de previsão sobre a inflação nos EUA. O livre fluxo mundial de moedas fez com que as previsões domésticas fossem prejudicadas. Mas um ponto relevante é que, apesar de prejudicar as previsões, a característica do dólar como moeda mundial é responsável por uma quantia anual entre 20 a 30 bilhões de dólares de *seigniorage* global. O fato de o dólar ter essa peculiar característica advém da atração que os EUA ainda exercem nos inúmeros agentes econômicos privados – corporações e bancos estrangeiros – que utilizam dólares para fins de comércio internacional; e públicos – bancos centrais – para intervenções de autoridades monetárias. Durante a instabilidade financeira dos anos 1980, em países semiperiféricos, o dólar era visto como uma oportunidade de investimento para imunizar a riqueza dos cidadãos de choques nominais e reais, sendo utilizado até mesmo em transações diárias. Essa característica, um tanto privilegiada, faz com que o dólar dos EUA se prevaleça na competição internacional, mas não impede as mudanças abruptas de preferências por outras moedas por parte de estrangeiros. A conclusão de Aksoy e Piskorski é que a correção do dólar para compensar a interferência dos eurodepósitos aumenta a precisão da previsão da inflação e do produto dos EUA em relação às séries de moedas não ajustadas. Suas conclusões, ao se eliminar a interferência desse ruído, podem ser interpretadas como suporte à hipótese de que há uma relação consistente entre agregados monetários e

⁹⁹ Engel; Rogers (2006, p. 1073, 1089, 1090 e 1091).

outros fundamentos macroeconômicos¹⁰⁰. Na prática, isso significa que a política monetária dos EUA continua gerando domesticamente efeitos significantes tanto no produto real como nas variáveis nominais, coincidindo com as conclusões de Orphanides sobre as medidas tomadas por Volcker a partir do final dos anos 1970 de retomada à confiança no dólar.

A medida de Nixon em 1971, e seu desenrolar durante a década de 1970, foi uma tentativa que se demonstrou incapaz para restabelecer a continuidade da via de crescimento e acumulação que caracterizou a expansão material do ciclo dos EUA. Já a medida de Volcker em 1979 representa o fim dessa via, pois a elevação das taxas de juros, parafraseando Schumpeter, levou à destruição do que ainda remanesceu da via de crescimento da última expansão material para permitir a criação de novos meios de crescimento e acumulação de poder. Portanto, acima de tudo, essa ação foi tomada como meio para tentar debelar a crise hegemônica, através da mencionada atração de capitais, que se iniciou com a expansão financeira do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano.

As evidências históricas levantadas por Arrighi (1996) mostram que, após a desinflação, houve concentração de capital em escala mundial gerando um fluxo de força e intensidade consideráveis que rumou para as economias de centro. A transição da política monetária do Fed levou a uma aliança entre o Estado e as altas finanças privadas internacionais que re-centralizou o poder de compra nos EUA quase que instantaneamente, situação que o poderio militar desse país não conseguiria lograr agindo sozinho. Essa conjuntura vivenciada pelos EUA, a *belle époque* da era de Reagan, é uma recorrência na longa duração do sistema capitalista. Outras hegemônias também passaram por expansões financeiras desse tipo: a Grã-Bretanha da era eduardiana, a Holanda da era dos chinês e a Espanha da era dos genoveses¹⁰¹.

O episódio da desinflação promovido pelo Fed (1979-82) pode ter deixado seqüelas no sistema financeiro internacional. A análise empírica para verificar o impacto das políticas do Fed é feita através de uma série de modelos que buscam evidenciar o Efeito Fisher. As escaladas da inflação esperada e das taxas de juros nos EUA, se não tiverem sido acompanhadas *pari passu* das variáveis análogas dos outros países, talvez tenham gerado desequilíbrios de longo prazo na Equação 3 demonstrada no capítulo 1 (a que descreve o Efeito Fisher). Se a mudança de conduta do Fed tiver

¹⁰⁰ Aksoy e Piskorski (2006, p. 184-186).

¹⁰¹ Arrighi (1996, p.325, 326 e 334).

gerado descompassos na estimação empírica da Equação 3, então, há grandes chances, a partir daí, de terem sido formados fluxos de capitais, como demonstra a ilustração da Equação 4. Essas seriam, então, as seqüelas que o Fed teria deixado, para poder manter o sistema financeiro global centrado no dólar após a crise sinalizadora do regime de acumulação norte-americano. Para se alcançar os objetivos desta pesquisa, são feitos testes utilizando variáveis macroeconômicas dos países do G7 no período 1979-2006. A próxima seção trata da verificação empírica da Equação 3. Se, uma vez não evidenciado o Efeito Fisher, as equações geradas no próximo capítulo dão os indícios quanto ao sentido dos fluxos financeiros e, conseqüentemente, do poder do Fed na economia-mundo, alcançando o segundo objetivo desta pesquisa.

2.2 Testes para verificar empiricamente a ocorrência de Efeito Fisher após 1979

Nesta pesquisa, o método utilizado para verificar a existência de Efeito Fisher é o teste de co-integração de Engle-Granger (1987). As duas séries temporais X_t e Y_t que o modelo requer, respectivamente, são a diferença entre a inflação esperada dos EUA (Π_{EUA}^e) e a inflação esperada de outro país (Π^{*e}), e a diferença entre a taxa de juros dos EUA ($i_{\$}$) e a taxa de juros desse outro país (i^*). E essa relação X_t e Y_t é testada entre os EUA e cada um dos seis países restantes do G7 (Japão, Alemanha, Reino Unido, França, Canadá e Itália), segundo a equação do modelo do Efeito Fisher vista neste marco teórico:

$$(Equação 3) \quad i_{\$} - i^* = \Pi_{EUA}^e - \Pi^{*e}$$

A base de dados é a estatística trimestral disponível no *International Finance Statistics* (IFS) entre o primeiro trimestre de 1979 e o quarto trimestre de 2006, perfazendo, inicialmente, 114 observações em cada série de cada país.

Sobre as variáveis

A seleção de variáveis foi feita segundo o trabalho de Koustas e Serletis (1999). As taxas de juros são as taxas nominais de curto prazo dos respectivos governos e as inflações são anuais baseadas no índice trimestral de preços ao consumidor. No caso dos EUA, a taxa de juros escolhida foi a taxa interbancária, o

Fed Funds, também de curto prazo. Contudo, para as séries temporais de inflação esperada, foram utilizados dois métodos.

No primeiro bloco de modelos, foi utilizada como inflação esperada do tempo t_0 a inflação medida no tempo t_{-1} . Isso quer dizer que os agentes econômicos formulam expectativas racionais sobre a inflação que se espera que ocorra no transcorrer dos próximos três meses como sendo simplesmente a inflação medida no transcorrer dos últimos três meses. Supõe-se, portanto, que na média, os agentes econômicos acertam a expectativa de inflação para o próximo período. No segundo bloco de modelos, a inflação esperada passou a ser estimada através do conjunto total de observações sobre a inflação num processo que combina um componente auto-regressivo e mais outro de média móvel. Em outras palavras: a inflação esperada do tempo t_0 é a estimação segundo o processo de equações de diferença linear ARMA (*auto-regressive moving average model*) em (1, 1).

Sobre o teste de co-integração Engle-Granger

Considerando Y_t igual à diferença entre a taxa de juros dos EUA e do outro país do G7 e X_t igual à diferença entre a inflação esperada dos EUA e do outro país do G7:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1} + \dots + \alpha_l x_{t-l} + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_l y_{t-l} + v_t$$

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \dots + \alpha_l y_{t-l} + \beta_1 x_{t-1} + \dots + \beta_l x_{t-l} + \varepsilon_t$$

O método de Engle-Granger para verificar a co-integração de duas séries Y_t e X_t impõe algumas precauções:

1) deve ser verificada a ordem de integração das variáveis através do teste ADF, *Augmented Dickey-Fuller*. Sendo as variáveis estacionárias, ou seja, $I(0)$, em ambos os lados da equação do modelo de Fisher, o teste de co-integração deixa de ser necessário, podendo o efeito ser analisado diretamente por um modelo VAR; caso as variáveis não sejam estacionárias, elas deverão ser, por definição, da mesma ordem, para irem adiante; e se não forem da mesma ordem, a hipótese da existência de co-integração é rejeitada e, por conseguinte, o Efeito Fisher também o é.

2) deve-se estimar a relação de equilíbrio de longo prazo através de um OLS (*Ordinary Least Squares*). Antes de fazer essa estimação, há a necessidade de conferir qual série causa qual série, se X_t causa Y_t e vice-versa através de um teste de causalidade de Granger. A partir do erro estimado do OLS, gera-se uma série nova desses resíduos. Aplica-se novamente o teste ADF para a série de erro gerada, mas sem a necessidade de incluir o termo de intercepto. A ordem de integração do erro deve ser inferior à ordem encontrada nos testes análogos das séries X_t e Y_t . Há uma diferença entre o teste de raiz unitária do erro e o teste de raiz unitária das séries: para o teste ADF do erro utiliza-se a tabela de valores críticos de Engle-Granger.

3) deve-se estimar o modelo de correção do erro

4) verificar a adequação dos modelos para examinar se a estimação da correção do erro é apropriada.

Análise empírica

A inflação esperada como sendo expectativas racionais

Esta seção dedica-se à aplicação da metodologia Engle-Granger, seguindo os passos descritos anteriormente para o primeiro bloco de modelos. O primeiro passo para testar se há co-integração é verificar o grau de integração das séries através do teste ADF. As Tabelas 2.2 e 2.3 mostram os resultados das duas séries temporais que representam os dois lados da equação do modelo de Fisher de cada um dos seis países – a diferença entre a taxa de juros dos EUA e a do outro país do G7 e; a diferença entre a inflação esperada dos EUA e a do outro país do G7

Y_t	Alemanha	Canadá		França	Itália		Japão	U.K.	
		nível	1º dif.		nível	1º dif.		nível	1º dif.
Estatística t	-2,8340	-2,6453	-11,9410	-4,0373	-2,7021	-8,8934	-3,0399	-2,9072	-9,0828
Probabilidade	0,0050	0,2615	0,0000	0,0105	0,2380	0,0000	0,0343	0,1643	0,0000
Ordem de Integração	I(0)	I(1)		I(0)	I(1)		I(0)	I(1)	

Tabela 2.2. Teste ADF em nível para a diferença entre a taxa de juros dos EUA e a do outro país do G7.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: Os valores correspondem ao teste ADF com as variáveis em nível, incluídos do intercepto e da tendência e a 1%. O teste ADF para França passou a 5%, enquanto que o da Alemanha foi feito sem tendência e sem intercepto. Para o Japão, o teste foi realizado sem tendência. Em primeira diferença, Canadá, Reino Unido e Itália são estacionárias (ordem de integração igual a 1). Em primeira diferença, como mostrado, os testes ADF de Canadá, Reino Unido e Itália são feitos com intercepto e tendência.

X_t	Alemanha	Canadá	França		Itália		Japão	U.K.
			nível	1º dif.	nível	1º dif.		
Estatística t	-9,2508	-6,7955	-1,9489	-10,4068	-2,1689	-8,2807	-4,0603	-5,0303
Probabilidade	0,0000	0,0000	0,6218	0,0000	0,5016	0,0000	0,0017	0,0004
Ordem de integração	I(0)	I(0)	I(1)		I(1)		I(0)	I(0)

Tabela 2.3. Teste ADF em nível para a diferença entre a inflação esperada dos EUA e a do outro país do G7, supondo expectativas racionais.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: Os valores correspondem ao teste ADF com as variáveis em nível, incluídos do intercepto e da tendência e a 1%. Em primeira diferença, França e Itália são estacionárias (ordem de integração igual a 1). Em primeira diferença, os testes ADF de França e Itália são feitos com intercepto e tendência.

As séries X_t e Y_t do Canadá, da França e do Reino Unido são integradas em ordens diferentes, não podendo prosseguir com o teste de co-integração de Engle-Granger e se rejeitando a presença de Efeito Fisher. Já Alemanha e Japão, por apresentarem séries estacionárias em nível, ordem de integração I(0), não têm a necessidade de continuar com o teste de co-integração; apenas passam diretamente para os testes de causalidade de Granger.

As tabelas 2.4, 2.5 e 2.6 mostram a direção da causalidade entre os dois vetores, respectivamente, para Alemanha e Japão, que apresentaram séries estacionárias em nível, e para a Itália, que apresenta as duas séries integradas de mesma ordem I(1) e é o único país a prosseguir com teste de co-integração:

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A diferença entre as taxas de juros dos EUA e da Alemanha não causa a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e da Alemanha.	111	5,4037	0,0220
A diferença entre as inflações esperadas dos EUA e da Alemanha não causa a diferença entre as taxas de juros dos EUA e da Alemanha		0,0330	0,8563

Tabela 2.4. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os da Alemanha e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a da Alemanha).

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 1 defasagem, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A diferença entre as taxas de juros dos EUA e do Japão não causa a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e do Japão	110	5,3219	0,0063
A diferença entre as inflações esperadas dos EUA e do Japão não causa a diferença entre as taxas de juros dos EUA e do Japão		4,7385	0,0107

Tabela 2.5. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os do Japão e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a do Japão).

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 2 defasagens, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

O teste de causalidade apresentado na Tabela 2.4 indica que, ao se rejeitar a hipótese de que a diferença entre as taxas de juros dos EUA e da Alemanha não causa a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e da Alemanha, se aceita a hipótese que a diferença entre os juros dos EUA e da Alemanha causa a diferença entre as duas inflações esperadas. Esse resultado é um forte indício de que há Efeito Fisher entre a Alemanha e os EUA, ou seja, de que as remunerações esperadas de curto prazo dos dois países movem-se conjuntamente. O teste apresentado na Tabela 2.5 mostra que a causalidade é dupla, ou seja, se aceita a hipótese de que a diferença entre as taxas de juros dos EUA e do Japão causa a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e do Japão, e vice-versa. Esse também é um forte indício que há Efeito Fisher entre os dois países.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A diferença entre as primeiras diferenças das taxa de juros dos EUA e da Itália não causa a diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália	108	4,6748	0,0042
A diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália não causa a diferença entre as primeiras diferenças das taxas de juros dos EUA e da Itália		8,8622	2,9E-05

Tabela 2.6. Causalidade entre Y_t e X_t da Itália (a diferença entre as primeiras diferenças dos juros dos EUA e da Itália e; a diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália).

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 3 defasagens, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

No caso italiano, demonstrado na Tabela 2.6, foi necessário diferenciar as séries. Esse teste também indica dupla causalidade, sugerindo a construção de dois modelos OLS, X_t em função de Y_t e Y_t em função de X_t para continuar com o segundo passo do teste de co-integração.

	Akaike	Schwarz	Soma dos quadrados dos resíduos
X_t em função de Y_t	2,5942	2,6427	84,6999
Y_t em função de X_t	4,9330	4,9815	878,1937

Tabela 2.7. Estatísticas sobre os modelos OLS referentes ao segundo passo do teste de co-integração Engle-Granger.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

O modelo adotado para a verificação da ordem de integração do resíduo é X_t em função de Y_t , segundo a Tabela 2.7. Essa escolha se deve ao fato de este ter apresentado os menores valores nos critérios Akaike e Schwarz, e ter apresentado a soma dos quadrados dos resíduos mais próxima de zero. Como previsto no segundo passo do teste de co-integração, a partir do resíduo do modelo escolhido, gera-se uma nova série que deve ser estacionária em nível. A Tabela 2.8 mostra o teste estatístico ADF para a verificação da ordem de integração do resíduo.

	Estatística t	Probabilidade	Ordem de integração
Resíduo do OLS	-2,0429	0,0399	I(1)

Tabela 2.8. Teste estatístico ADF do resíduo em nível da equação de longo prazo da Itália.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: como prevê o método de co-integração Engle-Granger, não foi utilizado o termo de intercepto. Em primeira diferença a estatística t e a probabilidade são -14,1677 e; 0,0000.

A estatística t do resíduo apresentado na Tabela 2.8 é -2,0429, um valor dentro da área de aceitação – seguindo o valor crítico de -3,087 tabelado para o teste de co-integração Engle-Granger – da hipótese nula do teste ADF. Como não foi possível rejeitar essa hipótese, há a presença de raiz unitária em nível, indicando que a ordem de integração é I(1). Sendo assim, a hipótese de haver co-integração é rejeitada, assim como a presença do Efeito Fisher nesse país.

Conclui-se que, entre 1979 a 2006, foram encontrados indícios da presença de Efeito Fisher entre os EUA e a Alemanha e entre os EUA e o Japão utilizando as expectativas racionais – a inflação esperada para o próximo período baseado na variação do período anterior. Não há relação, pelo menos de longo prazo, para as demais economias do G7, o que não sugere a formação de fluxos de capitais, como indica a Equação 4 do marco teórico.

A inflação esperada como sendo o modelo de expectativas adaptativas

O segundo bloco de modelos segue a mesma metodologia dos testes anteriores, mas o que se entende por inflação esperada, nesta seção, é a estimação de um modelo de expectativas adaptativas auto-regressivo com média móvel e uma defasagem da inflação medida (ARMA 1,1). Supõe-se que as expectativas são corrigidas com o último erro observado. A base de dados primários é a mesma série de preços ao consumidor usada para fazer a inflação esperada no bloco de modelos

anteriores. Inicia-se o teste de co-integração verificando a ordem de integração das séries de Y_t e X_t , o primeiro passo do teste de co-integração de Engle-Granger.

A série Y_t , a diferença entre as taxas de juros dos EUA e a do outro país do G7 é a mesma utilizada no bloco de modelos anterior. Continuando com a série X_t , a Tabela 2.9 mostra o grau de integração da nova diferença entre a inflação esperada dos EUA e a do outro país do G7:

X_t	Alemanha	Canadá	França	Itália		Japão	U.K.
				nível	1 ° dif.		
Estatística t	-4,0894	-4,9903	-3,5507	-1,5567	-7,1400	-4,6568	-3,5823
Probabilidade	0,0015	0,0005	0,0394	0,8032	0,000	0,0014	0,0364
Ordem Integração	I(0)	I(0)	I(0)	I(1)		I(0)	I(0)

Tabela 2.9. Teste ADF em nível para a diferença entre a inflação esperada dos EUA e a do outro país do G7, supondo expectativas adaptativas.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: Os valores correspondem ao teste ADF com as variáveis em nível, incluídos do intercepto e da tendência e a 1%, salvo a Alemanha, onde apenas foi incluído o intercepto. França e Reino Unido passaram a 5%. Em primeira diferença, a Itália é estacionária (ordem de integração igual a 1). Em primeira diferença, o teste ADF da Itália é feito com intercepto e tendência.

Alemanha, França e Japão apresentam as duas séries, X_t e Y_t , estacionárias em nível, não sendo mais necessário prosseguir com os testes de co-integração de Engle-Granger. Canadá e Reino Unido apresentaram as suas séries Y_t integradas em primeira ordem, enquanto que suas séries X_t são integradas em ordem I(0), sendo rejeitada a hipótese de co-integração já no primeiro passo. A Itália apresenta as duas séries sendo I(1), avançando para o próximo passo. As Tabelas 2.10, 2.11, 2.12 e 2.13 apresentam os testes de causalidade de Granger para Alemanha, França, Japão e Itália seguindo o mesmo método do bloco de modelos anterior:

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A diferença entre as taxas de juros dos EUA e da Alemanha não causa a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e da Alemanha.	109	1,9770	0,1626
A diferença entre as inflações esperadas dos EUA e da Alemanha não causa a diferença entre as taxas de juros dos EUA e da Alemanha		0,2766	0,6001

Tabela 2.10. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os da Alemanha e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a da Alemanha), supondo expectativas adaptativas.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 1 defasagem, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A diferença entre as taxas de juros dos EUA e da França não causa a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e da França.	102	6,0775	3,6E-06
A diferença entre as inflações esperadas dos EUA e da França não causa a diferença entre as taxas de juros dos EUA e da França		3,0989	0,0041

Tabela 2.11. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os da França e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a da França), supondo expectativas adaptativas.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 8 defasagens, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A diferença entre as taxas de juros dos EUA e do Japão não causa a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e do Japão.	108	1,6412	0,1988
A diferença entre as inflações esperadas dos EUA e do Japão não causa a diferença entre as taxas de juros dos EUA e do Japão		0,5461	0,5809

Tabela 2.12. Teste de causalidade de Granger entre as séries Y_t e X_t (a diferença entre os juros dos EUA e os do Japão e; a diferença entre as inflações esperadas dos EUA e a do Japão), supondo expectativas adaptativas.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 2 defasagem, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Diferentemente do bloco de modelos anterior, utilizando as expectativas adaptativas como uma aproximação da inflação esperada para o próximo período, as séries da Alemanha e do Japão não apresentam causalidade entre X_t e Y_t . Conforme os resultados das Tabelas 2.10 e 2.12, rejeita-se também a presença de Efeito Fisher no longo prazo. Contrariamente, a França apresentou causalidade nos dois sentidos, indiciando a presença de Efeito Fisher.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A diferença entre as primeiras diferenças das taxas de juros dos EUA e da Itália não causa a diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália	108	0,6012	0,4399
A diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália não causa a diferença entre as primeiras diferenças das taxas de juros dos EUA e da Itália		6,1517	0,0147

Tabela 2.13. Causalidade entre Y_t e X_t da Itália (a diferença entre as primeiras diferenças dos juros dos EUA e da Itália e; a diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália), supondo expectativas adaptativas.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 1 defasagem, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

A Itália apresentou as séries X_t e Y_t com ordem de integração I(1), sendo necessário diferenciá-las para fazer o teste de causalidade de Granger. O resultado indica que a diferença entre as primeiras diferenças das inflações esperadas dos EUA e da Itália causa a diferença entre as primeiras diferenças dos juros dos EUA e da Itália. Avançando ao segundo passo, a estimação do vetor de equilíbrio de longo prazo é demonstrada na Tabela 2.14, seguindo a direção da causalidade testada anteriormente:

	Variável dependente: Y_t			
	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Probabilidade
Constante	-3,9638	0,2556	-15,5098	0,0000
X_t	0,4609	0,0695	6,6303	0,0000
Akaike	4,8089		Schwarz	4,8580
R-quadrado	0,2893		Durbin-Watson	0,1797

Tabela 2.14. OLS de equilíbrio de longo prazo entre as séries Y_t e X_t da Itália, supondo expectativas adaptativas.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

	Estatística t	Probabilidade	Ordem de integração
Resíduo do OLS	-2,0539	0,0389	I(1)

Tabela 2.15. Teste estatístico ADF do resíduo em nível da equação de longo prazo da Itália, supondo expectativas adaptativas.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: como prevê o método de co-integração Engle-Granger, não foi utilizado o termo de intercepto. Em primeira diferença a estatística t e a probabilidade são -8,6632 e; 0,0000.

A estatística t do resíduo apresentado na Tabela 2.15 é -2,0539, um valor dentro da área de aceitação – seguindo o valor crítico de -3,087 tabelado para o teste de co-integração Engle-Granger – da hipótese nula do teste ADF. Se não é possível rejeitar essa hipótese, há a presença de raiz unitária em nível, indicando que a ordem de integração é I(1). Sendo assim, a hipótese de haver co-integração é rejeitada, assim como a presença do Efeito Fisher nesse país.

Conclui-se aqui que, entre 1979 a 2006, foram encontrados indícios da presença de Efeito Fisher entre os EUA e a França utilizando as expectativas adaptativas – ARMA (1,1). Não há relação, pelo menos de longo prazo, para as demais economias, o que não indica a formação de fluxos de capitais, conforme a Equação 4 do marco teórico. Reunindo os dois blocos de modelos, há vestígios da

presença de Efeito Fisher, no longo prazo, entre os EUA e as economias alemã, japonesa e francesa.

A rejeição do Efeito Fisher pode ser justificada por inúmeras falhas na estimação. Pode ser que a escolha temporal do período de um trimestre tenha sido inapropriada. Ou pode ser que o que se utilizou como medida das expectativas de inflação tenha sido errôneo. Ou ainda pode ter sido a falha na escolha de outro pressuposto a causa da rejeição. A literatura sobre este tema aborda exhaustivamente os motivos de rejeições. Contudo, esta pesquisa não é mais uma que afirma que essa teoria é inválida dado que este não é um objetivo da mesma.

3. EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA DOS EUA NA LIQUIDEZ DO CENTRO DA ECONOMIA-MUNDO

O objetivo deste capítulo é verificar o grau de influência das políticas definidas pelo Fed sobre a liquidez da economia-mundo durante parte do ciclo sistêmico de acumulação norte-americano. A partir da reconstrução histórica do dólar e da negação do Efeito Fisher para os casos analisados, foram colocadas as condições históricas e teóricas para os EUA utilizarem sua política monetária para organizar o fluxo financeiro internacional segundo seus interesses. Nos modelos VAR aplicados na seção 3.1, a única variável explicativa é a série do IPC dos EUA, que sofre diretamente com a oscilação do Fed Funds, o principal instrumento de política monetária do Fed, e a variável explicada é o IPC do restante do G7. Não ter verificado a presença de Efeito Fisher implica que existem fluxos de capitais, dado que as taxas esperadas de juros reais dos EUA e dos outros países do G7 são diferentes. Para superar o problema do viés, descrito no primeiro capítulo desta pesquisa, foi escolhida apenas a variável de fluxo de investimento total da conta financeira dos balanços de pagamentos dos países do G7 para ser explicada como sendo parte de uma expressão da variável fluxo de capitais da Equação 4, dado que o Efeito Fisher não foi encontrado. Nos modelos VAR aplicados na seção 3.2, a única variável explicativa é o Fed Funds e a variável explicada é o fluxo de investimentos do restante dos países do G7. Justifica-se esta escolha metodológica porque há uma única variável explicativa, não se tratando, por exemplo, de um modelo painel. Além disso, a verificação fica delimitada temporal e geograficamente pela escolha dos casos e pelo tamanho das séries.

Uma boa medida para verificar o poder de alcance do Fed é a interferência em duas variáveis que são dimensões que caracterizam o capital circulante no sistema-mundo: variação do índice de preços e fluxos de investimentos. A seção 3.1 mostra a causalidade da política monetária no nível de preços do G7 e a seção 3.2 mostra a interferência nos fluxos de investimentos do mesmo.

3.1 O Fed influencia a liquidez mundial interferindo no nível de preços?

Parte-se da suposição de que, atuando através das políticas voltadas ao mercado aberto, o Fed está atento à inflação e ao pleno emprego. Isto porque é significativo afirmar que a política de juros desse banco central, expresso pelo resultado do modelo de Orphanides no capítulo anterior, reage ao controle do nível de preços locais e ao hiato entre o crescimento dos produtos medido e potencial nesse país. E também porque, segundo Aksoy e Piskorski, a política “corrigida” do Fed gera efeitos significantes domesticamente. A partir das conclusões desses dois trabalhos, pode-se afirmar que o Fed controla a liquidez monetária nos EUA, e o que se propõe na modelagem abaixo, como uma expressão do controle da liquidez do centro da economia-mundo, ou em boa medida, mundial, a partir do Fed, é a presença de causalidade entre o logaritmo natural¹⁰² do IPC (índice de preços ao consumidor¹⁰³) dos EUA e o do logaritmo natural do IPC médio dos outros países do G7. Assim, uma aproximação desse controle seria a causação do ritmo da inflação nesse grupo de países a partir do ritmo da inflação dos EUA ditado pelo Fed.

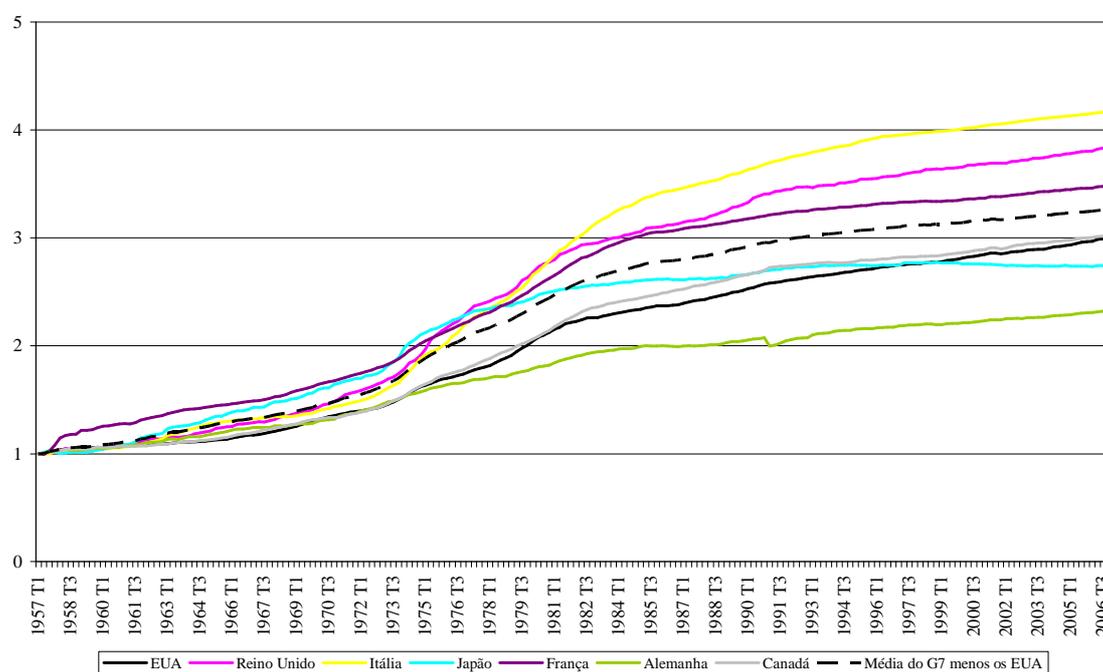


Gráfico 5. IPC dos países do G7 em escala logarítmica.

Fonte: IFS (2007).

¹⁰² A escolha de se trabalhar com o logaritmo natural decorre da preferência de se analisar a aceleração e desaceleração do índice através de uma escala na mesma dimensão da variação percentual. Elimina-se assim a característica exponencial da série sem alterá-la.

¹⁰³ A escolha desse índice é feita seguindo o mesmo indicador de Koustas e Serletis (1999).

O objetivo de encontrar essa causalidade é verificar se, como um exercício de poder hegemônico, os EUA teriam a capacidade de controlar o nível de preço da economia-mundo, da mesma forma como sustentou Braudel (1998) para o caso análogo da hegemonia britânica um século antes:

A conjuntura que eleva, detém ou retrai os preços ingleses não é, portanto, um tempo próprio da Inglaterra, mas o “tempo do mundo”. É provável, quase certo, que esse tempo se forme em parte na Inglaterra, que Londres seja mesmo o seu epicentro essencial, mas o mundo trabalha e deforma a conjuntura, que não é propriedade exclusiva da ilha. As conseqüências são evidentes: a zona de ressonância dos preços é o conjunto da economia-mundo cujo centro é ocupado pela Inglaterra. A conjuntura na Inglaterra é, portanto, em parte, exógena e o que se passa fora da Inglaterra, especialmente numa Europa próxima, dá testemunho da história inglesa¹⁰⁴

O Gráfico 5 mostra a evolução do nível de preços ao consumidor dos países do G7 no período entre 1957 a 2006. A linha preta contínua é a série dos EUA e a tracejada serve de média do restante dos países do G7, entre as quais se objetiva encontrar alguma relação. O resultado do modelo indica se o Fed estimula as ações individuais em aumentar o nível de preços nos outros países e mede também o exercício de liderança mundial dos EUA dada a estrutura institucionalizada exposta no capítulo anterior – a base material que estabelece condições para a operação de ações humanas. Assim esse resultado indica quantitativamente o *status* da história ao nível conjuntural no que tange ao exercício de poder do Estado hegemônico.

A esta altura deve ser justificada a escolha do G7. Conjuntamente, segundo o IFS, esse grupo de países vem correspondendo sempre a mais de 50% do PIB mundial, em dólares correntes, no período após a Segunda Guerra e, apesar do crescimento dos países do Leste Asiático nas últimas décadas, em 2007, o G7 ainda representou aproximadamente 57%. Outro motivo é que após a Segunda Guerra, os maciços investimentos militares e não militares feitos pelos EUA fora de suas jurisdições, conforme o discurso de Nixon, ocorreram na área do G7. O período analisado se estende do primeiro trimestre de 1957 ao quarto trimestre de 2006 (corresponde à máxima duração disponível no IFS para dados trimestrais em dezembro de 2007) e corresponde a grande parte do ciclo sistêmico norte-americano. Em 1957, já haviam sido feitos os gastos do Plano Marshall e os gastos da Guerra da

¹⁰⁴ Braudel (1998, p. 567).

Coréia que eliminaram o problema de falta de liquidez mundial, como exposto no capítulo anterior. E também por volta desse ano, os euromercados já estavam se formando inicialmente em Londres.

Aplicação do teste de causalidade de Granger entre os IPCs dos EUA e da média do restante do G7 e a função impulso

A Tabela 3.1 indica os testes para obter a ordem de integração das séries dos IPCs dos EUA e da média do restante do G7. A Tabela 3.2 apresenta o resultado do teste de causalidade de Granger entre essas séries em segunda diferença.

	IPC EUA nível	IPC EUA 1ª dif.	IPC EUA 2ª dif.	IPC G7 nível	IPC G7 1ª dif.	IPC G7 2ª dif.
Estatística <i>t</i>	-1,6362	-2,2668	-17,5249	-1,6069	-2,3873	-7,0952
Probabilidade	0,7752	0,4496	0,0000	0,7869	0,3850	0,0000
Ordem de Integração		I(2)			I(2)	

Tabela 3.1. Teste de ADF para obter a ordem de integração das séries de preço.

Fonte: Elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: foram incluídos os termos de intercepto e de tendência. Os resultados em segunda diferença são todos estatisticamente significantes a 1%.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A segunda diferença do IPC dos EUA não causa a segunda diferença do IPC da média do restante do G7	195	8,0049	4,8E-05
A segunda diferença do IPC da média do restante do G7 não causa a segunda diferença do IPC dos EUA		1,4815	0,2210

Tabela 3.2. Teste de causalidade de Granger entre as séries em segunda diferença dos IPCs dos EUA e da média do restante do G7.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 3 defasagens, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Apenas na segunda diferença, é possível rejeitar a hipótese nula de que há raiz unitária nas séries e se obter séries estacionárias. Uma vez feita as duas diferenciações, o teste de causalidade de Granger indicou que se rejeita a hipótese de que a segunda diferença do IPC dos EUA não causa a segunda diferença do IPC da média do restante do G7. Em outras palavras, os EUA, através das alterações no seu ritmo de preços, causam a variação da inflação do restante do G7. É uma situação análoga vivida na conjuntura de hegemonia britânica descrita por Braudel.

A função impulso, demonstrada no Gráfico 6 mostra que uma aceleração da inflação nos EUA causa um impacto no mesmo sentido no restante dos países do G7. Um choque nessa variável, a partir dos EUA, já se faz sentir após um período de 2

trimestres, sendo que este desaparece após 10 trimestres, mas deixando um aumento permanente no nível de preços no restante do G7. Evidentemente, todos esses países fazem política monetária e todas essas inflações são compostas de outros fatores determinantes, mas a função em questão apenas está isolando o impacto da política monetária dos EUA nesse conjunto de países. O resultado desse modelo, estatisticamente válido, é condizente com a história, sendo uma amostra do exercício de hegemonia dos EUA durante seu ciclo sistêmico de acumulação.

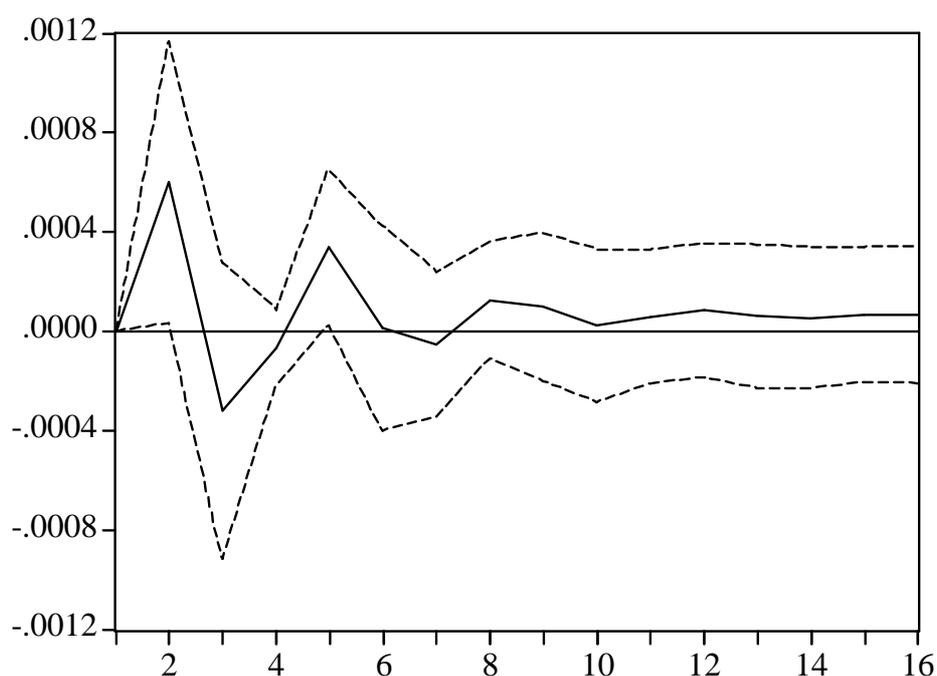


Gráfico 6. Função impulso: resposta acumulada da variação da inflação média do restante dos países do G7 em função de uma inovação no desvio padrão de Cholesky da variação da inflação dos EUA para o período 1957-2006.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: as linhas tracejadas representam um desvio padrão acima e outro abaixo da média, a linha cheia.

As Tabelas 3.3 e 3.4 abaixo mostram uma repetição dos testes ADF e de causalidade de Granger para o período durante e após a grande desinflação de Volcker, do primeiro trimestre de 1979 até o quarto trimestre de 2006:

	IPC EUA nível	IPC EUA 1ª dif.	IPC G7 nível	IPC G7 1ª dif.
Estatística <i>t</i>	-3,1927	-3,3874	-2,8578	-3,5195
Probabilidade	0,0914	0,0585	0,1805	0,0092
Ordem Integração	I(1)		I(1)	

Tabela 3.3. Teste de ADF para obter a ordem de integração das séries de preço entre 1979 a 2006.

Fonte: Elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: foram incluídos os termos de intercepto e de tendência nos testes, exceto a primeira diferença da média do IPC do restante do G7. Todos os resultados em primeira diferença estatisticamente significantes a 1%.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A primeira diferença do IPC dos EUA não causa a primeira diferença do IPC da média do restante do G7	107	4,8364	0,0013
A primeira diferença do IPC da média do restante do G7 não causa a primeira diferença do IPC dos EUA		0,7248	0,5771

Tabela 3.4. Teste de causalidade de Granger entre as séries em primeira diferença dos IPCs dos EUA e da média do restante do G7 entre 1979 e 2006.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 4 defasagens, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Para constatar que realmente o Fed tem capacidade de impactar o nível de preços do restante do G7, foi feito um segundo teste enfatizando o período durante e após a desinflação promovida pelo *Chairman* Paul Volcker. Foi constatado que, de um processo I(2), as duas séries de IPC passam a ser I(1) (conforme a Tabelas 3.3). Isso quer dizer que elas são estacionárias já na primeira diferença. Utilizando apenas a variação do IPC, ou seja a inflação, já se rejeita a hipótese nula de presença de raiz unitária das séries, tornando-as estacionárias.

Utilizando a mesma metodologia do primeiro modelo (1957-2006), se retira a tendência para a construção do segundo modelo VAR e o segundo teste de causalidade. A Tabela 3.4 mostra que, no período entre 1979 a 2006 é possível rejeitar a hipótese de que a variação do IPC dos EUA não causa variação do IPC do restante do G7. Em outras palavras, a inflação dos EUA causa a inflação do restante do G7.

A Tabela 3.3 mostra que o trabalho de Paul Volcker foi efetivo para que o IPC dos EUA passasse da ordem de integração I(2) para I(1), causando também essa mudança para o resto do G7. Em outras palavras, a inflação mundial, que poderia tomar um rumo explosivo, passou a crescer moderadamente após a passagem de Volcker no Fed. Esse é outro indício que ele conseguiu lograr o objetivo de manter o poder do dólar como moeda mundial.

A função impulso do Gráfico 7 revela que um choque ascendente na inflação dos EUA causa um impacto também ascendente na inflação do restante do G7 já no segundo trimestre, perdendo seu efeito no sétimo trimestre. A diferença entre as duas funções impulsos é que no primeiro caso a causalidade acontecia num processo de aceleração inflacionaria; e no segundo caso, apenas uma inflação maior, e não uma

variação maior da inflação, estaria causando elevação da inflação nos outros países. Note que, na segunda função impulso, mesmo levando em consideração os desvios padrões representados pela linha tracejada, um aumento na inflação dos EUA não vai gerar redução na inflação do restante do G7.

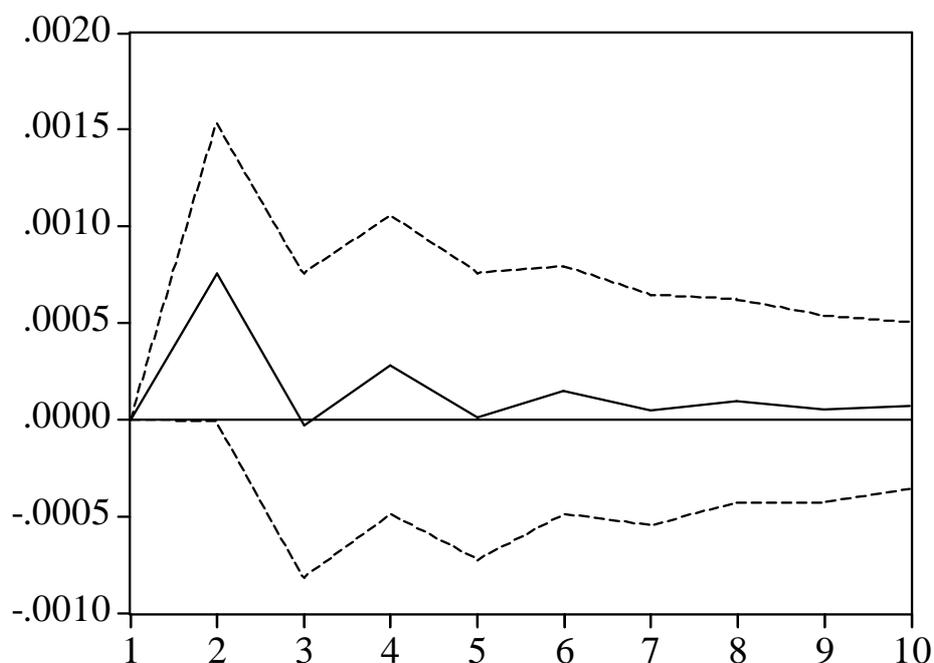


Gráfico 7. Função impulso: resposta da inflação do restante dos países do G7 em função de uma inovação no desvio padrão de Cholesky da inflação dos EUA para o período 1979 a 2006.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: a linha tracejada significa um desvio-padrão acima e outro abaixo da média do comportamento da previsão da variação da inflação do restante do G7 após um choque na variável análoga dos EUA.

Os modelos confirmam a construção do dólar como moeda mundial. Após a Segunda Guerra, a liquidez mundial estava concentrada nos EUA e foi sendo redistribuída através do Plano Marshall e dos gastos da Guerra Fria. A política monetária dos EUA, definida no *Federal Open Market Committee*, controla o nível de preços domesticamente e acaba causando o nível de preços no restante do G7. Os resultados dos modelos trimestrais, tanto para o período 1957-2006 como para o período 1979-2006, foram de acordo com a lógica de exercício da hegemonia dos EUA durante o ciclo sistêmico de acumulação norte americano. Um ponto ressaltado, tanto na seção histórica do capítulo anterior como nesta seção empírica, foi a passagem de Paul Volcker no Fed. Volcker foi responsável pelo processo de desinflação que visou acabar com as dúvidas sobre o valor do dólar, fato que ficou

comprovado através dos modelos econométricos. Estes resultados ajudam a suportar, sob esse aspecto, a hipótese de que os EUA ditam a liquidez no centro da economia-mundo.

3.2 O Fed influencia os fluxos de investimentos dos países do G7?

A negação do Efeito Fisher para o período considerado na seção 2.3, implica que fluxos de capitais foram formados nesse período. A característica de mudança do perfil dessa instituição para se adequar à expansão financeira do ciclo sistêmico norte-americano poderia ser a responsável pela a formação de tais fluxos, caracterizados pela conta financeira dos balanços de pagamentos (investimentos diretos mais os de *portfolio*). As deliberações desse banco central visaram primordialmente à manutenção do valor do dólar através da grande desinflação do período 1979-82. A re-organização do sistema financeiro mundial propiciada nesses três anos poderia ter dado margem para que a política monetária dos EUA pudesse influenciar os fluxos de investimentos do restante dos países do G7, sendo assim, mais uma expressão da interferência do Fed na liquidez da economia-mundo. Essa suposição é testada na modelagem desta seção através de dados trimestrais para o período entre 1979 a 2006.

Fluxos Financeiros	Canadá	Itália	U.K.	Fed Funds
Estatística t	-1.88145	-1.86838	-2.27615	-3.19695
Probabilidade	0.0574	0.0591	0.0227	0.0016
Ordem Integração	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)

Tabela 3.5. Teste ADF para os fluxos de investimentos dos países do G7 em que o Efeito Fisher foi rejeitado e para taxa de juros dos EUA.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: Resultados dos fluxos de investimento do Canadá e da Itália sem intercepto e tendência passando no teste ADF a 10%; resultados do Reino Unido e do Fed Funds também sem intercepto e tendência, mas passando a 1%.

A Tabela 3.5 indica a ordem de integração das séries de fluxos de investimentos internacionais dos países do G7 em que o Efeito Fisher foi rejeitado. Teoricamente, entre os países em que esse efeito foi observado, não haveria motivos, por existir equilíbrio entre as remunerações reais esperadas, para os fluxos de capitais se moverem por causa das deliberações do Fed. As séries do Canadá, da Itália e do Reino Unido são estacionárias em nível, assim como a série do Fed Funds. Esse é um pré-requisito para se efetuar os testes de causalidade de Granger, apresentados nas Tabelas 3.6, 3.7 e 3.8.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A conta financeira do Canadá não causa a taxa de juros dos EUA	110	0,88093	0,4174
A taxa de juros dos EUA não causa a conta financeira do Canadá		3,2521	0,0426

Tabela 3.6. Teste de causalidade de Granger entre as séries da taxa de juros dos EUA e da conta financeira do Canadá entre 1979 e 2006.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 2 defasagens, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A conta financeira da Itália não causa a taxa de juros dos EUA	111	0,0608	0,8059
A taxa de juros dos EUA não causa a conta financeira da Itália		0,6873	0,4089

Tabela 3.7. Teste de causalidade de Granger entre as séries da taxa de juros dos EUA e da conta financeira da Itália entre 1979 e 2006.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 1 defasagem, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Hipótese Nula	Observações	Estatística F	Probabilidade
A conta financeira do Reino Unido não causa a taxa de juros dos EUA	111	9,5E-05	0,9922
A taxa de juros dos EUA não causa a conta financeira do Reino Unido		10,7453	0,0014

Tabela 3.8. Teste de causalidade de Granger entre as séries da taxa de juros dos EUA e da conta financeira do Reino Unido entre 1979 e 2006.

Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Notas: O teste de causalidade de Granger foi realizado utilizando 1 defasagem, pois esta é a defasagem ideal segundo o critério de Schwarz.

Os testes de causalidade de Granger, mostrados na Tabela 3.6 e 3.8, indicam que a hipótese de que a taxa de juros dos EUA não causa as contas financeiras dos balanços de pagamentos do Canadá e do Reino Unido foi rejeitada. Logo, oscilações do Fed Funds causam oscilações nos fluxos de investimentos nesses dois países. O mesmo não foi evidenciado para o caso Italiano, em que essa hipótese foi aceita.

Os Gráficos 8 e 9 demonstram resultados opostos para as funções impulso dos dois países. Enquanto um choque restritivo da taxa de juros dos EUA resulta em fuga de investimentos do Reino Unido, essa mesma política resulta em atração de investimentos para o Canadá. Em ambos os casos, pelo fato das séries serem estacionárias em nível, há a tendência de o fluxo voltar a zero após alguns trimestres do choque, não sendo o efeito permanente.

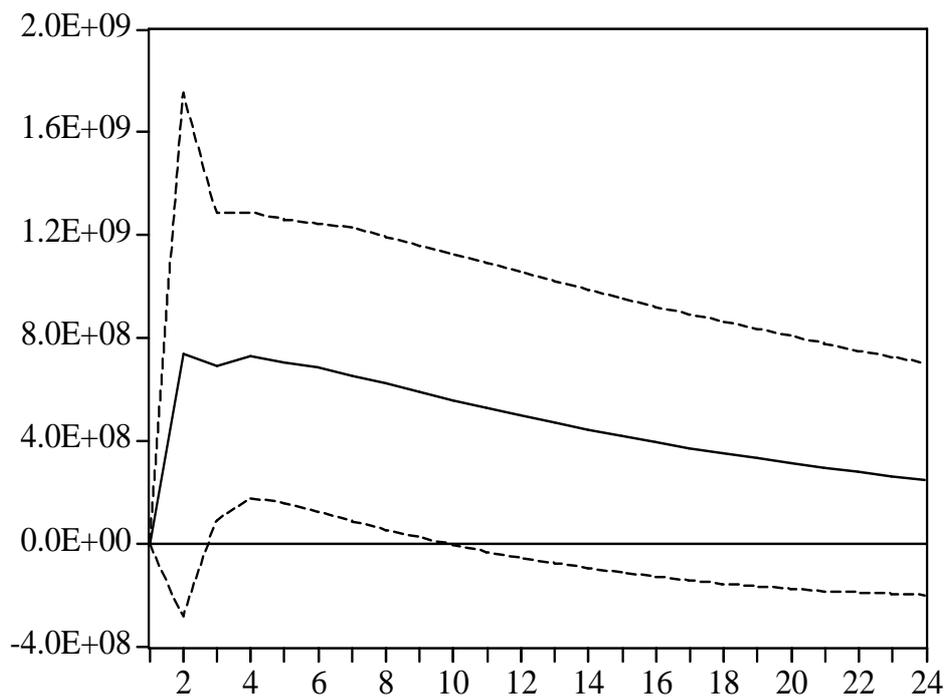


Gráfico 8. Função impulso: resposta dos fluxos de investimentos do Canadá em função de uma inovação no desvio padrão de Cholesky da taxa de juros dos EUA.
 Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

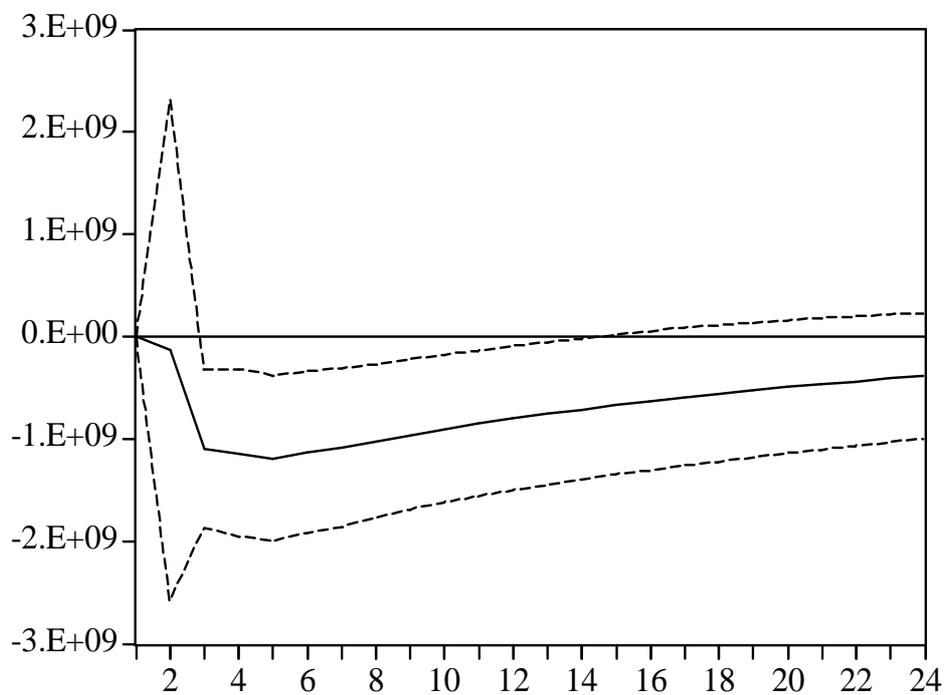


Gráfico 9. Função impulso: resposta dos fluxos de investimentos do Reino Unido em função de uma inovação no desvio padrão de Cholesky da taxa de juros dos EUA.
 Fonte: elaboração do autor segundo dados do IFS (2007).

Os resultados dos modelos são condizentes com a história. Canadá e Reino Unido são países muito integrados aos EUA. Em termos de fluxos de investimentos, o Fed ter uma influência gerando um fluxo positivo no Canadá após um choque restritivo leva a supor que se está diante de uma economia e não de duas economias nacionais. Mesmo assim, apesar de haver causalidade nesses dois países, estes apresentam resultados opostos, não indicando um padrão idêntico de repercussão dos efeitos da política monetária do Fed. Como o modelo VAR escolhido apenas trabalha com a relação par a par, essa diferença com o perfil dos fluxos canadenses, isola a influência do Fed na outra variável escolhida, destacando-se assim o *trade off* que existe para o investidor individual maximizador de utilidade. A decisão metodológica de trabalhar com o G7 deveu-se por que se pretendia verificar se o Fed controla a liquidez dessa região geográfica. Sendo os resultados condizentes com a história da estrutura institucional, encontrados para os casos do Canadá e do Reino Unido, conclui-se que a potência hegemônica em questão não consegue, a partir do seu banco central, controlar a liquidez no restante da amostra de países do centro da economia-mundo no que tange a esse indicador. Os fluxos financeiros dos outros países não sofrem causalidade e independem da política monetária dos EUA. A conclusão dessa série de modelos é que a Europa Ocidental e o Japão não estão incorporados aos EUA como no começo da expansão monetária após a Segunda Guerra, quando esses países dependiam da liquidez quase irrestrita oferecida pelo Fed.

Por fim, esses resultados retratam a história financeira numa temporalidade conjuntural mostrando um *status* de declínio da hegemonia dos EUA.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da pesquisa, de mostrar que a política monetária dos EUA afeta a liquidez na economia-mundo, evidenciou uma expressão da relação da força política dos EUA sobre o sistema de Estados. A forma de combinar as duas tradições, nesta pesquisa, significou reconhecer um “ser” de bastante poder por detrás da modelagem. Essa afirmação se torna coerente porque se combinou duas ontologias diferentes: indivíduos e instituições. O diálogo entre as duas tradições teóricas foi feito através dos quatro objetivos intermediários. Primeiramente foi feita a reconstrução histórica do dólar como moeda mundial. Em seguida, para estabelecer se o Fed afeta a liquidez da economia-mundo foi utilizado inicialmente o teste de co-integração das séries, com a finalidade de verificar a existência de um vetor correspondente ao Efeito Fisher. A existência de desequilíbrios nessa equação, demonstrada pela ausência de co-integração, permite afirmar que as taxas de remuneração real esperada entre dois países, sendo um deles os EUA, não são idênticas, o que implica na formação de fluxos de capitais em direção ao país que oferecer melhor rentabilidade. E para determinar se o Fed tem alguma influência na causalidade desses fluxos foram feitos os testes para verificar se os juros dos EUA causam por Granger os fluxos de investimentos dos outros países, assim como o nível de preços. A questão de se principiar os estudos sobre a formação de fluxos financeiros, ou de fluxos de capitais, com os desequilíbrios no Efeito Fisher implicou em colocar o Fed como ator decisivo dentro da arquitetura financeira global uma vez que é o seu comitê que decide a política monetária dos EUA. Dito de outra forma, o Fed, sendo um *player* de peso na estrutura institucionalizada, acaba condicionando para seus objetivos as ações daqueles que demandam títulos para fins de especulação financeira. E por fim, foi constatado que o Fed influencia o nível de preços no restante do G7.

O problema de a rejeição ter sido verificada num teste de equilíbrio de longo prazo implica que outros pressupostos, paridade poder de compra e condição de paridade de juros, também não se sustentam no longo prazo, pois o individualismo metodológico, procedimento utilizado nessa parte da pesquisa, se encadeia através de suposições e previsões racionais. Esta pesquisa não fez simultaneamente o teste empírico desses dois pressupostos, pois ela se sustentou nas colocações de Engel e Rogers (2006) e Huisman *et al* (1998) expostas no marco teórico. Logo, desvios na taxa de câmbio não seriam responsáveis por absorver o desequilíbrio na equação de

Fisher. Negar o Efeito Fisher significa dizer que nem a paridade de poder de compra e nem a condição de paridade de juros se verificam no longo prazo, ou seja, os ganhos de arbitragem podem prosseguir também no longo prazo. Negar esses pressupostos é afirmar que o ser humano erra sistemática e persistentemente, o que acaba contradizendo o pressuposto fundamental da escola neoclássica, que os agentes econômicos são racionais. Por isso, negar o Efeito Fisher é algo que deve ser colocado com extrema cautela. Esta pesquisa nega o efeito, sendo um resultado interpretado como controverso, pois foi condicionado pela escolha de certos parâmetros iniciais baseados em outros estudos sobre esse efeito. Mas de nenhuma maneira, e também não era um objetivo, esta pesquisa diz que essa teoria é inválida.

Negar o Efeito Fisher assume outra dimensão nesta pesquisa. Uma vez que ela combina a tradição que permeia a perspectiva dos sistemas-mundo, uma reconstrução histórica dos sucessivos Estados hegemônicos que lideraram cada um por seu tempo a acumulação do capital gerado em todo o sistema. Na perspectiva da análise dos sistemas-mundo, a negação do Efeito Fisher é a confirmação de que parcialmente o Fed provoca fluxos de capitais, permitindo concluir que os EUA exercem poder fora de suas jurisdições através da política monetária – sobre parte do sistema de Estados ditos soberanos. Parcialmente, porque a causalidade dos fluxos de capital, no âmbito dos países do G7, apenas se deu, e de forma oposta, apenas em dois Estados. Novamente se ressalta a questão da ontologia, que coloca as estruturas sociais, ou instituições, como sendo organismos que possuem dinamismo. De fato a história do moderno sistema-mundo é narrada pela incessante luta entre capitalistas pelo controle dos excedentes gerados na produção de valor e pela luta entre Estados para acumulação de poder. Acumulação de poder por parte do Estado esteve presente na acumulação de riqueza por parte da empresa capitalista, reforçando-se mutuamente. Conclui-se então que o mercado financeiro global não é governado somente pela lei da oferta e da demanda que influencia as decisões dos indivíduos.

A instituição Fed, que é parte do Estado americano, formula políticas que impactam no sistema no que se refere à acumulação dos excedentes da produção. Por 23 anos (1950-73), os EUA exerceram a hegemonia no sistema através da expansão da demanda efetiva, o que foi possível graças a um perfil permissível do Fed. Assim, parte da população dos EUA, e mais especificamente a parcela da sociedade norte-americana proprietária dos direitos de propriedade das transnacionais, acumulou muito através da transferência de renda de um contingente populacional incorporado à

dinâmica da acumulação dos EUA: a Europa Ocidental, o Japão e as outras áreas de influencia mais periféricas. Já em outra etapa do ciclo sistêmico norte-americano, de 1979 em diante, foi demonstrado, ao se re-estabelecer a credibilidade da política monetária, por que motivo o Fed atuou para favorecer outra classe burguesa – a dos banqueiros internacionais. Reorganizando o sistema financeiro através da política de juros altos, os EUA puderam desfrutar de uma *Belle Époque* tal como as outras hegemonias dos ciclos de acumulação anteriores estudadas por Arrighi (1996). Assim, os resultados oferecidos pela modelagem da seção 3.1 afirmam que o Fed afeta a liquidez da economia-mundo no sentido de manter o valor da moeda, oferecendo uma fundamentação para a análise de Arrighi da expansão financeira.

Os resultados dos modelos são condizentes com as interpretações feitas por Braudel, Wallerstein e Arrighi sobre a fase da história inaugurada com o fim da paridade de Bretton Woods. Por terem perdido a vantagem comercial – quando deixaram sua conta corrente deficitária, passagem brilhantemente narrada por Block – , os EUA perderam também a primazia na produção de bens e comércio como instrumento de política de liderança e hegemonia, tendo que usar outros tipos de políticas, por exemplo, a força de sua moeda, para seguir disputando o poder global com outras regiões. E as origens das condições materiais para que esse tipo de política pudesse ser utilizado para fins de poder dos EUA foram expostas também com brilhantismo por Polanyi e posteriormente por Block e Arrighi. Os resultados da seção 3.2 caracterizam essencialmente uma conjuntura que Chase-Dunn já havia teorizado: a rivalidade hegemônica, período de disputa de poder hegemônico em que um único Estado não responde sozinho pela liderança de todo sistema. Isso se deve ao fato de que apenas foi encontrado causalidade entre a política monetária dos EUA e os fluxos de investimentos do Canadá e do Reino Unido, contrastando com a conjuntura do após Segunda Guerra em que a Europa Ocidental e o Japão dependiam da liquidez dos EUA.

Se uma análise determinar o que é falso ou verdadeiro simplesmente seguindo somente os pressupostos colocados a priori, ela é insuficiente, pois não se admite o fator mudança, sendo apenas baseada em conceitos anteriores assumidos como verdade e ditados como corretos. Então, não se abrir pelo menos uma possibilidade de explicação causal fora do modelo, ou vinda de uma coerência lógica fora da primeira tradição do pensamento econômico torna o individualismo metodológico um exercício de mera opinião. Como a ontologia desse método se preocupa somente com

a ação individual, dificilmente uma variável de força política ou de poder hegemônico poderá ser incluída no modelo. A não ser que, em se tratando de títulos dos EUA, se consiga incluir na formação das expectativas dos agentes individuais os objetivos de poder dos *policy makers* desse Estado. Por outro lado, seguir apenas os pressupostos analíticos descritos pelos teóricos dos sistemas-mundo e utilizá-los de forma a interpretar a história de forma viesada também é um exercício de mera opinião. A controvérsia das duas ontologias é atenuada nesta pesquisa quando se assume a possibilidade de desequilíbrio das equações de Fisher pelo menos no prazo em que foram analisadas nesta pesquisa, uma vez que quem teria motivos para causar esses desequilíbrios seria o Fed na era Volcker. Usando o mesmo método de teste por falseamento de hipóteses, utilizado corriqueiramente pelo individualismo metodológico, a pesquisa chegou à conclusão de que é possível estimar, através de uma medida quantificável, que os EUA usam a política monetária para exercer poder sobre outras partes do sistema. Isso foi evidenciado ao se estimar a causalidade da política monetária do Fed sobre o ritmo da inflação no restante do G7. E ao agir visando controlar os preços domesticamente, a política do Fed acabou por impactar, mesmo que de forma oposta, as variáveis de fluxo do Canadá e do Reino Unido.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKSOY, Y; PISKORSKI, T. (2006). U.S. domestic money, inflation and output. *Journal of Monetary Economics*, 53 (2006), p. 183-197. Disponível em: www.elsevier.com/locate/jme, acesso em 1 de junho de 2007.

ARRIGHI, G. (1996). *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. Editora Unesp, São Paulo.

_____. (1997). *A ilusão do desenvolvimento*. Editora Vozes, Petrópolis.

_____. (Summer 1999). The Global Market. *Journal of World-Systems Research*, Vol. V, #2, p. 217–251.

BEA, Bureau of Economic Analysis. U.S. International Transactions Accounts, 1960-present. Disponível em: <http://www.bea.gov>, acessado em 21 de abril 2008.

BLOCK, F. L. (1977). *The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy from World War II to the Present*. University of California Press, Berkeley and Los Angeles.

BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. A. M. (2004). *Finanças Dolarizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano*. In: J. L. Fiori (org), *O Poder americano*. Vozes, Petrópolis, p. 253-308.

BRAUDEL, F. (1998). *Civilização Material, Economia e Capitalismo, Vol. 3 O Tempo do Mundo*. Editora Martins Fontes, São Paulo.

_____. (1969). *Escritos Sobre a História*. Editora Perspectiva S.A., São Paulo.

Chase-Dunn, C. (2004). *World-Systems as Dynamic Networks*. Background paper on comparative world-systems for the workshop on “analyzing complex macrosystems as dynamic networks” at the Santa Fe Institute, April 29-30, 2004. v. 4-22-04.

EBBINGHAUS, B. (2003). *How the Cases you Choose Limit the Questions You Ask: Selection Problems in Comparative Research Designs*. Section 6: Methodological Advances in Comparative Research, ECPR Conference (September 18-21, 2003). European Consortium for Political Research, Marburg.

ENDERS, W. (2004). *Applied econometric time series*. Editora Wiley, Danvers.

ENGEL, C.; ROGERS, J. H. (2006). The U.S. current account deficit and the expected share of world output. *Journal of Monetary Economics*, 53 (2006), p. 1063-1093. Disponível em www.elsevier.com/locate/jme, acesso em 3 de agosto 2007.

ENGLE, F.; GRANGER, C. W. J. (Março de 1987). Co-integration and error correction representation, estimation, end testing. *Econometrica*, Vol. 55, n#2. p. 251-277.

GOLDFRANK, W. L. (2000). Paradigm Regained? The Rules of Wallerstein's World-System Method. *Journal of World-Systems Research*, Vol. VI, n#2, p. 150-195.

HOPKINS, T.; WALLERSTEIN, I. (Summer 1986) Commodity chains in the World-Economy prior to 1800. *Review*, X, 1. p. 157-170.

_____. (Supplement Summer/Fall 1987). Capitalism and the incorporation of new zones into the World-Economy. *Review*, X, 5/6, p. 763-779.

_____. (1996). The World-System: Is There a Crisis? In T. Hopkins e I. Wallerstein, *The age of transition: trajectory of the world-system, 1945-2025*. Pluto Press, Leichhardt, p. 1-10.

HUISMAN, R.; KOEDIJK, K.; KOOL, C.; NISSEN, F. (1998). Extreme support for uncovered interest parity. *Journal of Monetary Economics*, 17 (1998), p. 211-228. Disponível em www.elsevier.com/locate/jme, acesso em 7 de março de 2008.

IKEDA, S. (1996). World Production. In T. Hopkins e I. Wallerstein (org), *The age of transition: trajectory of the world-system, 1945-2025*. Pluto Press, Leichhardt, p. 38-86.

KREGEL, J. (1999). A New Triffin Paradox for the Global Economy. Texto preparado para o Conselho Federal de Economistas e para o Conselho Regional de Economistas do Rio de Janeiro para o XIII Congresso Brasileiro de Economistas e o VII Congresso da Associação de Economistas da América Latina e Caribe, 15 de Setembro de 1999.

KOUSTAS, Z; SERLETIS, A. (1999). On the Fisher effect. *Journal of Monetary Economics* 44 105-130. Disponível em www.elsevier.nl/locate/econbase em 15 de dezembro de 2007.

LLOYD, C. (1995). *As estruturas da história*. Jorge Zahar Ed., Rio de Janeiro.

McMICHAEL, P. (1990). Incorporating comparison within a world-historical perspective: an alternative comparative method. In: *American Sociological Review*, n. 55.

MOUAWAD, J. (2008). Oil Prices Pass Record Set in '80s, but Then Recede. *The New York Times*, 08 de maio de 2008. Disponível em: http://www.nytimes.com/2008/03/03/business/worldbusiness/03cnd-oil.html?_r=1&hp&oref=slogin em 26 de junho de 2008.

NIXON, R. M. (1971). Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: "The Challenge of Peace". Discurso transcrito disponível em: http://www.nixonfoundation.org/clientuploads/directory/archive/1971_pdf_files/1971_0264.pdf, acessado em 07 de março de 2006.

ORPHANIDES, A. (2005). Comment on: “The incredible Volcker disinflation”. *Journal of Monetary Economics*, 52 (2005), p. 1017-1023. Disponível em: www.elsevier.com/locate/jme. acesso em 5 de junho de 2007.

PELIZZON, S.; CASPARIS J. (1996). World Human Welfare. In T. Hopkins e I. Wallerstein (org), *The age of transition: trajectory of the world-system, 1945-2025*. Pluto Press, Leichhardt, p. 117-147.

POLANYI, K. (2000). *A grande transformação: as origens de nossa época*. Elsevier, Rio de Janeiro.

ROMER, D. (2006). *Advanced macroeconomics*. McGraw-Hill Irwin, Nova York.

SERRANO, F. (2004). Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível. In: J. L. Fiori (org), *O Poder americano*. Vozes, Petrópolis, p. 179-224.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. (2004). A mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano. In: J. L. Fiori (org), *O Poder americano*. Vozes, Petrópolis, p. 111-138.

TAYLOR, J. B. (Fall 1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. In: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, n#4, p. 11-26.

TILLY, C. (1984). *Big structures, large processes, huge comparisons*. Editora Russell Sage Foundation, Nova York.

WALLERSTEIN, I. (2000). *The Essential Wallerstein*. The New Press, Nova York

_____. (2001). *Capitalismo Histórico e Civilização Capitalista*. Editora Contraponto, Rio de Janeiro.

_____. (2004). *World-system analysis: An Introduction*. Duke University Press, Durham e Londres.

WILKINSON, D. (2004). The Power Configuration Sequence of the Central World System, 1500–700 BC. *Journal of World System Research*, Riverside, v. 10, n. 3, fall, p 655-720. Disponível em: <http://www.jwsr.ucr.edu>, acesso em 18 maio 2005.

6. BASE DE DADOS

A base de dados foi coletada a partir do site do IFS no período entre dezembro de 2007 a março de 2008. Sobre o sinal dos investimentos totais líquidos da conta financeira (C/F) dos balanços de pagamentos, valores positivos correspondem a recebimentos líquidos e valores negativos correspondem a envios líquidos. Todos os dados em unidades monetárias estão em dólares a preços do último trimestre de 2006. A correção das colunas de investimentos foi feita a partir de um deflator que segue o índice de preços ao consumidor dos EUA. Sobre o cálculo da inflação esperada, estão expostos ao final os coeficientes dos modelos ARMA (1,1) utilizados.

	Deflator IPC EUA	Fed Funds	C/F EUA	C/F Alemanha	C/F Canadá	C/F França	C/F Itália	C/F Japão	C/F Reino Unido
T1 1979	2,91912	10,07	-6684776264,47	-16029480467,78	8713970750,27	-718102603,08	3050564078,45	-12931685088,04	-294171023,26
T2 1979	2,8223	10,18	-29351896294,15	75966941,06	6736881105,01	-6968224849,16	2090521078,41	-10527170497,81	3474558946,80
T3 1979	2,73211	10,95	-14808033681,66	25051559283,68	3951914479,61	-1839043034,66	-6183556190,29	9316493515,58	-1011765731,57
T4 1979	2,65448	13,58	-25721957725,32	1932958669,57	6238092372,93	-1333299935,00	-4465453967,42	-5494783538,84	733152775,23
T1 1980	2,55495	15,05	-6872820413,26	-6826064794,84	3079125743,22	9187427921,44	13667970291,00	13668992271,73	-4742808174,55
T2 1980	2,46596	12,69	-38148440075,71	-1774696503,45	5721205647,48	-749371484,22	-442835082,12	23352664997,86	-1463847132,91
T3 1980	2,42019	9,84	-8519075818,12	12327465737,62	2126184650,19	5067761025,39	5101813126,74	5130807026,82	-754869983,82
T4 1980	2,35846	15,85	2287710237,37	1754810542,99	1424205753,65	7332064141,50	11207539622,18	4575420474,75	-11159497707,20
T1 1981	2,29777	16,57	-23552163865,67	22439973243,63	13339968591,24	10373636741,09	-18609196,56	6571628161,54	-22029246483,53
T2 1981	2,24567	17,78	-19537328455,90	5143909102,05	9440796417,08	-4906946010,25	7092791300,57	314393791,24	-15205184122,85
T3 1981	2,18319	17,58	-218318627,29	1076904659,19	4297711337,45	-3649676156,07	5605614569,80	-8579922052,36	-6356303169,72
T4 1981	2,15234	13,59	-14894166893,30	-16299771608,81	10083544697,03	6131360293,20	5470076501,83	-1355971841,44	-514668797,93
T1 1982	2,13484	14,23	-16480996896,09	-1909274389,00	4368616993,31	3322522007,68	466531763,43	-5422504160,11	-1415096393,72
T2 1982	2,10265	14,51	-16943114322,39	5179613919,02	-8852472349,91	4196143720,21	2898433209,23	-11837891987,47	1661163232,03
T3 1982	2,06363	11,01	-8576429726,67	1768180807,40	3778210329,49	2294979129,77	3659448652,22	-12340483581,69	-6340346483,43
T4 1982	2,0594	9,29	-10461765729,78	554117307,01	-5050952850,75	9488903893,02	-1764689819,54	-4221775540,56	-8037004393,58
T1 1983	2,06034	8,65	-25243297080,23	3492998996,49	1285374594,59	8370155633,48	2941899004,40	-4450336409,83	-9338165612,85

T2 1983	2,0349	8,80	25297815055,98	-13966970088,01	3296835188,46	5208496978,69	4338396211,34	-12127974399,42	756303332,40
T3 1983	2,01074	9,46	14768881013,24	1373258613,28	4980159171,68	4513989345,39	-1466064291,05	-14195820279,58	834883134,55
T4 1983	1,99349	9,43	30865233632,93	-5661297445,06	-1063368399,18	-905495809,09	2162599715,95	-12240039689,09	-9638552817,13
T1 1984	1,97202	9,69	30323729293,81	-405713237,06	2524637312,47	4033941432,41	1809948208,48	-8440239408,05	-4284565270,34
T2 1984	1,95058	10,56	31576051437,82	-2569348064,92	-507614090,56	2386773416,13	2105460212,63	-17223655435,88	-8443414307,93
T3 1984	1,92981	11,39	45894826502,79	-5896082231,14	5312390816,45	-743045770,86	-691469573,18	-20436725786,92	-3929467108,60
T4 1984	1,91574	9,27	48761319547,80	-13628513904,98	611323994,64	527903114,60	2316493143,60	-24655568403,73	-7579355447,54
T1 1985	1,90327	8,48	23752762417,92	-7886982951,83	1042673946,03	5491874676,03	2356471971,54	-16234860851,35	-5113200829,03
T2 1985	1,88075	7,92	49578512928,96	-8264740550,24	2969839627,13	1231563663,32	7777719726,94	-26951181300,86	765887498,54
T3 1985	1,867	7,90	60382462861,19	-1111431626,71	2809701930,42	-765125824,00	-2493357718,34	-24831078970,19	-13072797608,45
T4 1985	1,85041	8,10	62949222494,82	-15345998645,81	3735337546,35	-1276335778,84	-7255916082,65	-35231876195,70	13866407878,69
T1 1986	1,84589	7,83	42988950579,15	-10337412971,87	1314872310,20	2386866002,21	7810093139,55	-24845690016,55	-1089568418,20
T2 1986	1,85041	6,92	50941888217,83	-21142456462,02	5552462270,24	9652386821,15	5464345571,48	-37267331228,01	-3524927008,42
T3 1986	1,83673	6,21	68353783894,40	-8295778150,62	5766881002,83	-4024286552,48	-8564876978,47	-36495759397,60	11613218802,41
T4 1986	1,82636	6,27	54664846936,47	-21793797467,78	7211792936,92	-11640830847,84	-1003801538,32	-35467953877,46	-9149636283,07
T1 1987	1,80634	6,22	86227421581,51	-1603561619,37	11894926132,40	5485853011,21	11691658750,33	-16365435719,97	15483634974,34
T2 1987	1,78306	6,65	46398789514,55	-19586380108,39	421278256,95	-3737543565,18	-3580099359,73	-20344715562,25	20814195282,46
T3 1987	1,76329	6,84	96873141912,18	-7918491977,89	7519936557,04	-862209578,97	-5819000835,34	-29446867797,62	-1806732851,51
T4 1987	1,74815	6,92	55050935422,20	-14911791676,93	9080371307,51	947824984,11	13539844958,20	-7324741018,67	30989248583,27
T1 1988	1,73779	6,66	55393855927,55	-26410614368,67	11892579151,72	-3396618617,20	8382465342,82	-36302473658,13	21970208399,73
T2 1988	1,7161	7,16	83208761347,32	-35799142199,72	8523084733,94	-1395769610,81	3100966600,93	-21039441790,96	9986132507,55
T3 1988	1,69353	7,98	15947976065,51	-17346493495,15	7541392619,55	93803634,44	5551731457,79	-17697393000,38	8883075167,93
T4 1988	1,67617	8,47	90660869032,63	-33820486737,26	4112122777,33	2356062910,99	11400359559,53	-34797360618,20	20197554719,52
T1 1989	1,6578	9,44	24369722720,34	-23197820884,22	8534276896,66	3437241632,43	20518809189,25	-29343135520,41	32192403713,57
T2 1989	1,63099	9,73	20597827480,62	-10453760342,65	9207207680,91	5624027292,36	9383045180,37	-26405798314,30	1585285720,60
T3 1989	1,61791	9,08	42500928761,65	-11832696050,63	3699646875,81	1713368744,85	14282797176,66	-13380131746,88	8462892882,10
T4 1989	1,60249	8,61	34030395617,66	-28936252434,90	10119347411,87	6057862321,03	-3557647424,32	-17867720434,02	-4653779992,15
T1 1990	1,57537	8,25	26335432735,05	-33225148684,29	7910412857,98	15526184573,14	21819324281,29	-33838912194,11	20379437607,85
T2 1990	1,55953	8,24	3950294887,93	-21737226702,08	11259712818,86	10154160491,17	31180973521,60	-18885934106,90	2325636695,09
T3 1990	1,53306	8,16	26356368329,16	-17710522887,72	5886444670,92	18487324413,57	3346516776,74	-3679344112,96	13672887311,17
T4 1990	1,5086	7,74	39214490219,89	-13196504179,17	1813213821,85	-5524530261,60	9974154445,97	7965396182,24	4750634695,78
T1 1991	1,49629	6,43	-4803081586,74	-6004899384,40	10682592112,27	798408321,84	24961659894,92	-22568348680,59	1997962237,12
T2 1991	1,48746	5,86	16722035288,32	4662684143,11	-967739077,97	-2998170787,07	7546781554,78	-24776338497,64	-28878904369,26
T3 1991	1,47585	5,64	18241508673,21	10521350950,35	6603514690,71	6692759353,29	5289181522,10	-24922387432,26	4630376744,06

T4 1991	1,46477	4,82	29644109912,81	-7839810969,40	6013310185,93	-8962253156,62	-1652573438,32	-27884329615,88	43609418160,65
T1 1992	1,45456	4,02	28185099153,69	4286267463,13	6287821144,84	1586464568,56	8843971234,94	-49642982274,16	-22217893148,22
T2 1992	1,44277	3,77	45373731983,98	-1869716898,87	2848897299,61	-4089176122,47	6825450651,29	-38838696878,85	13218892126,84
T3 1992	1,43151	3,26	27417673932,31	80241609817,47	-4427196356,55	-10491064511,78	-10704230377,46	-27415526670,21	-12731002438,42
T4 1992	1,42142	3,04	31790064280,70	-27553379031,65	4320037333,53	1474240244,55	11679184912,42	-28538565419,00	24143960378,23
T1 1993	1,4095	3,04	4716192657,13	-4770951797,81	13570527233,01	3586603907,17	10095851855,09	-53128911028,75	-9464296432,53
T2 1993	1,39875	3,00	16359773679,90	5824658512,32	7125691334,71	-214748605,79	-1891151231,91	-27293098831,14	16407471036,47
T3 1993	1,39327	3,06	45578167467,40	27149891558,00	-1214608771,45	-15355549759,78	968546856,55	-19593610157,86	20249424159,23
T4 1993	1,38372	2,99	48650068387,80	-13082328424,35	7824111029,70	-11429493582,96	-1724151560,43	-42810095304,64	4315173476,78
T1 1994	1,37491	3,21	65536581611,33	24257994594,54	3482117273,42	16239917076,33	-2905905172,81	-48700777435,80	-1920147870,92
T2 1994	1,36622	3,94	9165973189,04	12597372542,39	4747670810,98	-5416121504,40	-6684602569,70	-22513674018,12	9085133923,34
T3 1994	1,35429	4,49	66524280090,09	12404480676,88	-3445933602,23	-10779774683,60	-5796419342,32	-17897538142,60	2861731759,79
T4 1994	1,34796	5,17	24561154207,77	-4973859510,14	2286326551,67	13874672980,41	-3937009731,50	-26952702410,15	-3556642765,13
T1 1995	1,33694	5,81	47621915587,37	18310187425,59	2210161390,71	-4402795505,72	-2269762149,75	-35857249834,21	-11309852334,23
T2 1995	1,32523	6,02	8133714378,81	992836353,91	-5554133156,08	-8584848217,58	6824482684,62	-26868318589,23	2562843603,37
T3 1995	1,31945	5,80	93408372714,81	23269660637,79	-1604224989,55	4029542739,60	-8188272675,38	9593762341,80	4588289567,96
T4 1995	1,31315	5,72	-21705555371,95	9357232958,81	3251893860,55	-1050433375,47	-177577059,84	-31720019111,29	8820903752,64
T1 1996	1,30129	5,36	1900921267,93	12443239590,79	2396295520,58	-3244474930,79	3432354868,26	13406127523,56	-12669702712,54
T2 1996	1,28854	5,24	41995325447,93	10300653896,33	-8490860685,51	-4768886868,40	2628621781,01	-8583429405,48	3734743249,39
T3 1996	1,28172	5,31	57309417230,21	13569667236,78	-6978411353,82	-9276376329,63	-9519069464,80	-10780573897,97	5587517578,18
T4 1996	1,27255	5,28	66535945132,82	-17827577414,52	1165405353,86	-11721307967,16	-6659371904,12	-29582658939,57	8228162576,09
T1 1997	1,26405	5,28	16068292682,35	15091311970,40	-2061822420,35	-13464611908,02	8689351648,76	-35883721633,95	-9928495382,65
T2 1997	1,25905	5,52	57821528524,78	6700615792,84	-6257090946,71	-15936903936,74	-17764915757,48	-24744322553,46	2001269418,82
T3 1997	1,25409	5,53	59739517583,15	-15199837538,05	5688018938,83	-251319899,23	4978617105,52	-38200624682,68	4714643424,94
T4 1997	1,24917	5,51	144945191992,06	-5422206597,85	6819068370,29	-17598836907,27	-4512909206,98	-52473724638,44	-19938411425,57
T1 1998	1,24583	5,52	2580109691,06	6016252685,32	15114509310,92	-13409095425,80	8683993914,61	-34084108640,21	-348415720,36
T2 1998	1,23919	5,50	20855640121,50	463573914,44	-9518053171,17	-488225206,71	-11714810088,14	-70841764243,00	5757668490,58
T3 1998	1,23439	5,53	22968314969,91	28654537515,66	-2047644968,11	-14704436954,70	-11484762336,59	-15764408581,75	-2643905239,14
T4 1998	1,23013	4,86	47979835095,42	-10343822130,00	2647132774,55	-7650535027,36	-7733716148,51	-21550700672,24	17340594385,35
T1 1999	1,22539	4,73	19304836708,11	-54024868593,37	5154357090,07	-34894282728,21	-11296270416,74	-32530745274,70	702404902,87
T2 1999	1,2136	4,75	79411608525,87	11695927626,49	-2477093640,93	-3257423283,57	-6790563283,59	1652407090,04	3553334225,83
T3 1999	1,2061	5,09	36061071102,75	7555505389,75	-7837743967,92	-11808634882,17	-6243152084,73	-1117976424,82	7707630306,91
T4 1999	1,19869	5,31	139422088055,36	1557914053,61	-1959727092,14	-1567875171,57	3087215365,27	-15262806116,31	28576181891,77
T1 2000	1,18693	5,68	44439981182,30	33500132819,30	2829970191,33	-2084457192,73	8245342904,25	-23762410813,54	4218255215,50

T2 2000	1,17449	6,27	162249143819,75	26988436891,98	-12068853892,05	-4626327437,36	4272229580,26	-31408053583,21	4016977043,59
T3 2000	1,16522	6,52	187290981019,27	-17652555112,76	-6204448517,45	-25415107055,10	1250742769,32	-15771080965,55	-2622353386,09
T4 2000	1,15897	6,47	174242575896,70	-8189260832,14	-1487800708,75	-5166118588,24	-4813653543,76	-20879949497,85	22790854289,81
T1 2001	1,14797	5,59	127182640508,46	6778738653,87	-343723400,84	-6525553487,79	-1666349851,13	-23265713551,50	-8433861341,43
T2 2001	1,13612	4,33	136991587708,66	15928575352,34	-8846635838,87	-7336715372,61	7166194486,55	-31678779200,17	5090643209,89
T3 2001	1,13463	3,50	67057619472,46	-3806017155,56	-116339030,01	-34687377869,48	-3815105521,78	7428338119,98	4958242721,13
T4 2001	1,13783	2,13	130491457364,34	-37208907894,74	-3892225968,31	10951888453,69	-5761199435,60	-7461079258,81	21758816741,47
T1 2002	1,13378	1,73	97381654447,78	5694668631,50	967346051,62	-4335581686,19	457997969,57	-39481684377,12	-17652869585,71
T2 2002	1,12159	1,75	102791472886,92	-1410141357,33	371254114,28	-5994920548,29	4275758736,51	4638065928,01	-68889398,73
T3 2002	1,11683	1,74	180889764078,26	-16577233987,11	-8471196522,91	-6276322093,86	341606210,08	-14650030440,13	7096779640,06
T4 2002	1,11334	1,44	186309398927,83	-33039766320,68	-8861172185,31	-6129484924,96	7461015463,61	-21793823141,05	23746841478,23
T1 2003	1,10218	1,25	171047499717,71	-12107239995,48	788688900,19	1821519752,62	14140433646,68	-11529917485,32	-16740148432,32
T2 2003	1,09818	1,25	68920258613,90	-38538283284,11	-7374984366,35	7049999350,27	14704328286,41	33675862591,06	19471426776,92
T3 2003	1,09282	1,02	141728269578,85	9939786361,61	-7386371651,77	1899021116,61	-3769792747,76	22680785143,96	10432048671,98
T4 2003	1,09263	1,00	207343973899,50	-37825420935,44	-5803065774,57	4044368956,45	-2548187357,95	33834372309,96	21487656327,83
T1 2004	1,08285	1,00	126503082620,71	1288961851,73	-7982025721,79	-17533753461,71	4659424812,28	117680005879,69	-12098378682,43
T2 2004	1,06757	1,01	175581735811,22	-84258906583,30	-9482287009,21	19332908347,84	10335790950,08	-36886064331,87	16940368594,66
T3 2004	1,06381	1,44	108016260360,57	-32559875489,76	-3244668591,25	-1429826909,40	-9229790887,33	-38392436533,31	3109181518,37
T4 2004	1,05749	1,95	180942189675,25	-40769176563,47	-12966545413,18	-7225473552,99	3296583644,00	-16421054930,80	2985543485,91
T1 2005	1,05088	2,47	144296228333,03	-37473197702,31	-6295302591,15	-41451195,97	9843838044,50	-44013449735,33	-2439805312,04
T2 2005	1,03702	2,94	101199317370,52	-54122714429,39	-9567202007,08	8525207949,54	9329839328,11	-24064898387,78	12934083084,55
T3 2005	1,02455	3,46	239213664768,55	-14042831122,95	-10039871718,71	13766714082,78	61550637,69	-30561801996,08	30626553747,24
T4 2005	1,01937	3,97	300595628327,75	-50569847724,64	-5233835711,85	-42484796478,83	6752945423,70	-28301654913,19	34414831946,39
T1 2006	1,0139	4,46	191380039264,23	-46176127530,84	-4023182433,41	64649721638,61	15127109982,25	-36847014722,35	7045258554,08
T2 2006	0,99703	4,90	159049102085,46	-70663253896,83	-5934647303,63	21937834688,46	11117275301,33	-18252615057,88	4134780133,64
T3 2006	0,99148	5,25	250428017327,19	-17239686763,78	-6755213995,41	33524482924,21	8207924733,70	-28152268984,58	16584420228,88
T4 2006	1	5,25	229947000000,00	-46039600000,00	-2481360000,00	-31479700000,00	9249250000,00	-19299500000,00	21189500000,00

Segue abaixo a tabela do índice de preços ao consumidor dos países que compõe o G7, obtido também no site do IFS.

	IPC EUA	IPC Reino Unido	IPC Itália	IPC Japão	IPC França	IPC Alemanha	IPC Canadá
1957 T1	16,1110	6,9032	4,8790	17,2098	9,4338	29,5599	15,3190
1957 T2	16,2666	6,9425	4,8553	17,4293	9,3912	29,7586	15,4121
1957 T3	16,4389	7,0342	4,8893	17,7036	9,6833	30,0897	15,5874
1957 T4	16,5000	7,1128	4,9545	17,4659	10,1824	30,1560	15,6750
1958 T1	16,6723	7,1390	4,9930	17,2647	10,8884	30,4430	15,7407
1958 T2	16,7945	7,2437	5,0626	17,3013	11,1440	30,7520	15,9105
1958 T3	16,8168	7,1521	5,0656	17,4476	11,2536	30,4209	15,9160
1958 T4	16,8168	7,2568	5,0167	17,4842	11,3266	30,4430	16,0474
1959 T1	16,8112	7,2830	4,9900	17,3927	11,7100	30,5754	15,9927
1959 T2	16,8723	7,2307	4,9841	17,4476	11,7040	30,6196	15,9379
1959 T3	16,9779	7,2176	4,9856	17,6305	11,7952	30,9286	16,0803
1959 T4	17,0613	7,2568	5,0759	17,7585	11,9900	31,1273	16,2884
1960 T1	17,0613	7,2699	5,1129	17,9780	12,2030	31,1052	16,1789
1960 T2	17,1669	7,2961	5,1055	18,1243	12,2091	31,3039	16,2172
1960 T3	17,2113	7,3223	5,1351	18,2706	12,3126	31,2818	16,2720
1960 T4	17,3058	7,3878	5,1529	18,3803	12,4282	31,3922	16,4746
1961 T1	17,3169	7,4402	5,1899	18,6912	12,4708	31,6792	16,4158
1961 T2	17,3225	7,5319	5,2107	18,8558	12,4282	31,9221	16,4011
1961 T3	17,4114	7,6367	5,2373	19,2399	12,5621	32,0987	16,4084
1961 T4	17,4336	7,7153	5,2891	19,8983	12,8786	32,2311	16,4815
1962 T1	17,4670	7,7939	5,3661	20,1178	13,0551	32,7389	16,5034
1962 T2	17,5448	7,9380	5,4476	20,4287	13,1890	32,9376	16,5546
1962 T3	17,6226	7,9249	5,5038	20,5567	13,2986	32,8713	16,6715
1962 T4	17,6615	7,9118	5,5912	20,7762	13,4385	33,0700	16,7518
1963 T1	17,6893	8,0297	5,7807	21,6723	13,6577	33,7985	16,7883
1963 T2	17,7282	8,0952	5,8577	22,0198	13,7976	33,8868	16,8541
1963 T3	17,8560	8,0166	5,8874	22,1661	13,9985	33,7102	16,9856
1963 T4	17,9060	8,0821	6,0162	22,2941	14,1446	34,1517	17,0294
1964 T1	17,9505	8,1476	6,1065	22,4039	14,2419	34,5712	17,0952
1964 T2	17,9838	8,3048	6,1791	22,7696	14,2845	34,5933	17,1755
1964 T3	18,0616	8,3572	6,2797	22,9159	14,3880	34,6374	17,2851
1964 T4	18,1172	8,4489	6,3686	23,4463	14,4793	34,9244	17,3143
1965 T1	18,1531	8,5275	6,4456	23,9218	14,5767	35,2776	17,4458
1965 T2	18,2823	8,7239	6,4826	24,3973	14,7471	35,6750	17,5847
1965 T3	18,3663	8,7632	6,5463	24,3791	14,7775	35,9399	17,7235
1965 T4	18,4439	8,8418	6,5863	24,8729	14,8506	36,3152	17,8111
1966 T1	18,5925	8,8811	6,6396	25,3118	14,9662	36,7567	18,0449
1966 T2	18,7799	9,0645	6,6455	25,6410	15,0758	37,1541	18,2422
1966 T3	18,9609	9,1038	6,6662	25,6593	15,1610	37,1099	18,4102
1966 T4	19,1031	9,1693	6,7240	25,9153	15,2644	37,3748	18,5052
1967 T1	19,1418	9,1955	6,7095	26,3908	15,3923	37,6398	18,5928
1967 T2	19,2711	9,2872	6,7558	26,3908	15,4531	37,7281	18,8558
1967 T3	19,4779	9,2479	6,8021	26,4640	15,5566	37,6839	19,1554
1967 T4	19,6394	9,3658	6,8021	27,3601	15,7696	37,7281	19,2138
1968 T1	19,8462	9,4837	6,8715	27,7991	15,9948	38,2579	19,4330
1968 T2	20,0724	9,7195	6,8715	27,8539	16,1043	38,2800	19,6156
1968 T3	20,3180	9,7587	6,8715	28,0734	16,2930	38,2358	19,8421
1968 T4	20,5636	9,8897	6,8715	28,6038	16,6095	38,4566	20,0247
1969 T1	20,7962	10,0862	6,9409	28,7501	16,9017	38,8539	20,1782
1969 T2	21,1581	10,2434	7,0103	29,2622	17,1208	39,0526	20,5580

1969 T3	21,4619	10,2565	7,0797	29,9389	17,3277	38,9864	20,8064
1969 T4	21,7591	10,3875	7,1260	30,2681	17,5772	39,2072	20,9306
1970 T1	22,0822	10,5840	7,2648	31,2357	17,9302	39,9798	21,1279
1970 T2	22,4377	10,8329	7,3573	31,6596	18,1493	40,3110	21,3178
1970 T3	22,6897	10,9639	7,4036	31,7248	18,3319	40,3993	21,4201
1970 T4	22,9870	11,1996	7,5424	32,6704	18,5450	40,7746	21,3836
1971 T1	23,1615	11,4878	7,6118	33,0942	18,8006	41,7680	21,4932
1971 T2	23,4264	11,9070	7,7044	33,6811	19,0988	42,3640	21,7927
1971 T3	23,6591	12,0773	7,7969	34,0398	19,3605	42,6952	22,1141
1971 T4	23,7883	12,2083	7,8895	34,4636	19,6344	43,0926	22,2676
1972 T1	23,9758	12,4047	7,9820	34,6593	19,8779	43,9756	22,5306
1972 T2	24,1696	12,6405	8,0977	35,4092	20,1578	44,4392	22,7278
1972 T3	24,3893	12,8501	8,2597	35,7026	20,5473	45,0573	23,1808
1972 T4	24,6091	13,1645	8,4679	36,2243	20,9734	45,7858	23,4145
1973 T1	24,9516	13,4003	8,6992	37,2351	21,1621	46,8234	23,8456
1973 T2	25,5009	13,8194	9,0000	39,0936	21,5881	47,7285	24,3862
1973 T3	26,0631	14,0290	9,2082	40,2348	22,1115	48,1480	25,0802
1973 T4	26,6706	14,5137	9,4396	41,9302	22,7141	49,0973	25,5332
1974 T1	27,4202	15,0954	9,9486	45,8754	23,5601	50,2673	26,1469
1974 T2	28,1957	16,0157	10,4807	47,9296	24,5156	51,0841	27,0162
1974 T3	29,0553	16,3877	11,0823	49,6576	25,3312	51,5477	27,8271
1974 T4	29,9018	17,1317	11,7764	51,7770	26,1224	52,2541	28,5942
1975 T1	30,4447	18,1694	12,1928	52,8203	26,8467	53,2476	29,2152
1975 T2	30,9229	19,8923	12,5167	54,2876	27,4979	54,2631	29,8508
1975 T3	31,5821	20,7538	12,7712	54,8093	28,1004	54,6825	30,8663
1975 T4	32,0861	21,4782	13,1183	56,2439	28,7152	55,1461	31,5019
1976 T1	32,3963	22,2614	13,6735	57,5481	29,4151	56,0292	31,9183
1976 T2	32,7970	23,0445	14,5527	59,4066	30,0846	56,6694	32,4005
1976 T3	33,3205	23,5928	14,9692	60,1565	30,7845	56,8018	32,8753
1976 T4	33,6953	24,6696	15,9178	61,5911	31,5757	57,1771	33,3575
1977 T1	34,2898	25,9227	16,6350	62,9605	32,0687	58,1485	34,0735
1977 T2	35,0266	27,0778	17,2597	64,6560	33,0486	58,7666	34,8771
1977 T3	35,5371	27,5086	17,7224	64,9495	33,8337	58,9432	35,6296
1977 T4	35,9313	27,9197	18,3239	65,5690	34,4789	59,1860	36,4040
1978 T1	36,5388	28,3700	18,7866	65,8950	35,0206	59,9146	37,0761
1978 T2	37,4888	29,1532	19,3419	67,2644	36,0187	60,4444	37,9820
1978 T3	38,3741	29,6427	19,8278	67,7861	36,9804	60,4002	38,9390
1978 T4	39,1496	30,1713	20,4293	67,9817	37,7533	60,5989	39,5527
1979 T1	40,1255	31,1111	21,2160	67,8839	38,5750	61,6586	40,4513
1979 T2	41,5020	32,2467	22,0026	69,4816	39,6644	62,4975	41,5106
1979 T3	42,8720	34,4004	22,7661	70,1989	40,9486	63,2922	42,3288
1979 T4	44,1257	35,3793	24,0386	71,3727	42,1050	63,8441	43,3005
1980 T1	45,8447	37,0436	25,5887	72,8073	43,7096	65,0804	44,2648
1980 T2	47,4991	39,1973	26,5836	75,1223	45,1019	66,1400	45,4922
1980 T3	48,3974	40,0392	27,7172	75,9048	46,5094	66,5374	46,7853
1980 T4	49,6641	40,7832	29,1980	76,8829	47,8098	67,1555	48,1149
1981 T1	50,9759	41,7425	30,7250	77,5677	49,2479	68,7671	49,6831
1981 T2	52,1586	43,7983	32,0900	78,8393	50,8696	70,0033	51,2185
1981 T3	53,6514	44,5423	33,0386	79,1001	52,8585	70,9968	52,7310
1981 T4	54,4204	45,6388	34,5424	79,9804	54,5720	71,9019	54,0372
1982 T1	54,8663	46,3828	35,9538	79,9804	56,1325	72,8512	55,4122
1982 T2	55,7065	47,8708	37,0412	80,8608	57,8613	73,7342	57,1081
1982 T3	56,7598	48,1057	38,5682	81,2846	58,6722	74,6172	58,3226
1982 T4	56,8762	48,4581	40,3034	82,0020	59,7431	75,3016	59,2622
1983 T1	56,8503	48,6931	41,7378	81,7411	61,3342	75,7873	59,6518
1983 T2	57,5612	49,6721	42,9640	82,6867	63,0477	76,1846	60,4768
1983 T3	58,2527	50,3377	43,9589	82,4584	64,3941	76,9352	61,4164
1983 T4	58,7567	50,9055	45,4628	83,3714	65,6180	77,3105	61,9435

1984 T1	59,3965	51,1992	46,7815	83,7300	66,7501	77,9728	62,6997
1984 T2	60,0492	52,2369	47,8689	84,3495	67,9588	78,3481	63,2497
1984 T3	60,6955	52,6872	48,5630	84,2843	69,1062	78,3481	63,8226
1984 T4	61,1414	53,3725	49,7198	85,3277	70,1006	78,9221	64,2810
1985 T1	61,5421	54,0186	51,1543	85,4581	71,0492	79,8483	65,0143
1985 T2	62,2788	55,8786	52,3805	86,2080	72,3496	80,2756	65,7476
1985 T3	62,7376	56,0157	53,0052	86,3058	73,0228	80,0619	66,3664
1985 T4	63,2999	56,2898	54,1620	86,6319	73,4665	80,2489	66,9622
1986 T1	63,4550	56,6814	54,9949	86,7623	73,5583	80,4625	67,7872
1986 T2	63,2999	57,4254	55,5502	86,9579	74,0937	80,2222	68,3143
1986 T3	63,7716	57,4841	55,8741	86,5015	74,5527	79,8216	69,1622
1986 T4	64,1335	58,2281	56,5450	86,5015	75,0423	79,5278	69,8497
1987 T1	64,8444	58,9329	57,3317	86,0124	75,9449	80,0085	70,5143
1987 T2	65,6910	59,8336	58,0026	87,0884	76,6028	80,2756	71,4997
1987 T3	66,4277	59,9706	58,6273	86,8927	77,0618	80,2489	72,3017
1987 T4	67,0029	60,6167	59,5759	87,1536	77,4136	80,2756	72,8059
1988 T1	67,4022	60,9104	60,3162	86,6645	77,7808	80,7830	73,4017
1988 T2	68,2540	62,3789	60,9409	87,2514	78,5458	81,2103	74,3413
1988 T3	69,1638	63,2403	61,5193	87,4144	79,2495	81,2904	75,1663
1988 T4	69,8800	64,5717	62,6299	88,0665	79,7391	81,6108	75,7621
1989 T1	70,6543	65,6094	63,8330	87,5774	80,4123	82,7545	76,7017
1989 T2	71,8157	67,4890	64,8741	89,6642	81,3914	83,5246	78,0309
1989 T3	72,3964	68,1155	65,4525	89,7946	81,9422	83,5542	79,1538
1989 T4	73,0933	69,4665	66,5862	90,3489	82,6000	84,0874	79,7038
1990 T1	74,3515	70,7000	67,9512	90,6749	83,2827	85,0056	80,8496
1990 T2	75,1065	74,0088	68,8073	91,9139	83,9856	85,4498	81,5830
1990 T3	76,4034	75,2227	69,7327	92,1422	84,6323	85,8349	82,4767
1990 T4	77,6423	76,3975	71,0515	93,6094	85,4759	86,6346	83,6225
1991 T1	78,2811	76,8478	72,2777	94,0659	86,0944	80,2667	86,0517
1991 T2	78,7456	78,4533	73,3188	95,0440	86,7692	81,0333	86,6933
1991 T3	79,3651	78,8057	74,1749	95,0440	87,3316	82,4000	87,1746
1991 T4	79,9652	79,5693	75,2160	96,2178	88,0345	83,9000	87,0600
1992 T1	80,5265	80,0000	76,3497	95,8591	88,4844	85,0333	87,4496
1992 T2	81,1847	81,7230	77,2520	97,1634	89,1592	86,0000	87,8850
1992 T3	81,8235	81,6642	77,8535	96,7721	89,1873	86,4667	88,2517
1992 T4	82,4042	81,9971	78,7790	97,0981	89,6372	86,7333	88,6183
1993 T1	83,1010	81,4488	79,7044	97,0981	90,3682	88,9333	89,2600
1993 T2	83,7398	82,7606	80,6762	98,0437	90,9306	89,7667	89,4204
1993 T3	84,0689	82,9956	81,4165	98,4676	91,1274	90,3667	89,7871
1993 T4	84,6496	83,2697	82,2494	98,2067	91,5491	90,4333	90,2225
1994 T1	85,1916	83,3872	83,3137	98,3371	91,9147	91,6333	89,7642
1994 T2	85,7336	84,8948	83,8690	98,7284	92,4770	92,2333	89,4433
1994 T3	86,4886	84,9143	84,5168	98,4676	92,6176	92,7667	89,9246
1994 T4	86,8951	85,4626	85,4654	98,9892	93,0112	92,7333	90,2225
1995 T1	87,6113	86,2261	86,7608	98,4676	93,5173	93,5333	91,1627
1995 T2	88,3856	87,7925	88,3757	98,6958	93,9953	93,9000	91,8673
1995 T3	88,7727	88,0274	89,3215	98,4676	94,2765	94,2000	92,0435
1995 T4	89,1986	88,1645	90,2673	98,4023	94,8107	94,1000	92,0728
1996 T1	90,0116	88,6148	91,2234	98,1415	95,4855	94,8667	92,4839
1996 T2	90,9021	89,7699	92,2281	98,8262	96,2447	95,2667	93,1885
1996 T3	91,3860	89,9266	92,4645	98,6632	96,0197	95,5000	93,3353
1996 T4	92,0441	90,4748	92,9078	98,9240	96,4134	95,5333	93,9225
1997 T1	92,6636	91,0034	93,4988	98,6958	96,8914	96,5667	94,4216
1997 T2	93,0314	92,1586	93,9716	100,8800	97,1163	96,7000	94,7152
1997 T3	93,3991	93,0592	94,1489	100,8480	97,2288	97,6000	94,9501
1997 T4	93,7669	93,8032	94,7400	101,1090	97,5381	97,4667	94,8914
1998 T1	94,0186	94,0969	95,3901	100,7170	97,6190	97,7000	95,3905
1998 T2	94,5219	95,8395	95,8924	101,2060	98,0757	98,0333	95,6635

1998 T3	94,8897	96,1527	96,0697	100,6520	97,8474	98,3000	95,7428
1998 T4	95,2187	96,5835	96,3948	101,6300	97,8147	97,9333	95,9219
1999 T1	95,5865	96,1723	96,7199	100,6190	97,8474	97,9667	96,1186
1999 T2	96,5157	97,1904	97,2813	100,9460	98,4344	98,5333	97,1521
1999 T3	97,1158	97,2687	97,7246	100,6520	98,3692	98,8667	97,8567
1999 T4	97,7158	97,9931	98,3747	100,6520	98,7932	98,8333	98,1797
2000 T1	98,6837	98,3847	98,9953	99,9674	99,3477	99,5333	98,7082
2000 T2	99,7290	100,2250	99,7045	100,2610	99,9022	99,6667	99,5596
2000 T3	100,5230	100,3820	100,2960	99,9674	100,2280	100,2330	100,5280
2000 T4	101,0650	101,0080	101,0050	99,8044	100,6520	100,5670	101,2040
2001 T1	102,0330	100,8910	101,8620	99,5109	100,5870	101,2000	101,4310
2001 T2	103,0970	102,1440	102,7480	99,4457	101,9570	102,1330	103,1440
2001 T3	103,2330	102,1830	103,1030	99,1849	102,0550	102,3670	103,2490
2001 T4	102,9420	102,0660	103,4280	98,8262	102,0550	102,2000	102,3050
2002 T1	103,3100	102,1240	104,3140	98,1415	102,7400	103,1670	103,0040
2002 T2	104,4330	103,3970	105,0830	98,5654	103,6200	103,3670	104,5420
2002 T3	104,8780	103,7490	105,5850	98,4023	103,8160	103,5330	105,6610
2002 T4	105,2070	104,6700	106,2940	98,3045	104,3050	103,4330	106,1850
2003 T1	106,2720	105,2570	107,1510	97,9133	105,1860	104,3670	107,6180
2003 T2	106,6590	106,5100	107,9200	98,3371	105,5770	104,2670	107,4430
2003 T3	107,1820	106,7840	108,4810	98,1741	106,5560	104,5670	107,8630
2003 T4	107,2010	107,4500	108,9830	98,0111	107,1430	104,6330	108,0370
2004 T1	108,1690	107,9780	109,6040	97,7828	107,1430	105,4330	108,5970
2004 T2	109,7170	109,4470	110,4310	98,0437	108,1210	106,1330	109,8200
2004 T3	110,1050	110,0930	110,9040	98,0763	108,2190	106,5330	110,0300
2004 T4	110,7630	111,1110	111,1410	98,5002	108,8060	106,7000	110,5190
2005 T1	111,4600	111,4050	111,7020	97,8155	108,9040	107,2670	110,9030
2005 T2	112,9500	112,7360	112,4700	97,9459	109,8830	107,9330	111,9170
2005 T3	114,3240	113,1470	113,1500	97,7828	110,2740	108,8000	112,8960
2005 T4	114,9050	113,7540	113,5340	97,7828	110,5680	109,1000	112,9660
2006 T1	115,5250	114,0680	114,0960	97,6850	110,8900	109,3670	113,5250
2006 T2	117,4800	116,0450	114,9820	98,1089	112,0250	110,1000	114,7830
2006 T3	118,1380	117,0440	115,6030	98,3697	112,1660	110,5000	114,8530
2006 T4	117,1310	118,2970	115,6030	98,1089	112,0480	110,5330	114,5030

Segue abaixo a tabela com a remuneração dos títulos públicos dos tesouros dos países restantes que compõe o G7.

	i Canadá	i França	i Itália	i Japão	i Alemanha	i Reino Unido
1979 T1	10,863000	8,586670	12,050000	6,477000	4,160000	12,376700
1979 T2	10,813300	9,120000	13,923300	7,826670	5,003330	12,056700
1979 T3	11,443300	10,476700	14,103300	7,843330	5,796670	13,803300
1979 T4	13,630000	11,036700	14,470000	8,603330	6,960000	15,370000
1980 T1	14,096700	12,493300	15,126700	9,273330	7,970000	16,703300
1980 T2	12,370000	13,013300	15,676700	9,220000	8,383330	16,713300
1980 T3	10,500000	12,923300	16,520000	9,060000	7,636670	15,246700
1980 T4	14,206700	13,690000	17,096700	9,306670	7,410000	14,346700
1981 T1	16,710000	14,103300	17,600000	8,630000	9,103330	12,620000
1981 T2	18,203300	15,743300	20,860000	8,666670	10,520000	11,900000
1981 T3	20,153300	16,873300	22,186700	9,033330	11,766700	13,876700
1981 T4	15,813300	16,426700	21,600000	8,310000	10,090000	15,333300
1982 T1	14,663300	16,080000	21,010000	7,763330	9,563330	14,016700
1982 T2	15,496700	15,933300	21,123300	8,053330	8,530000	13,053300
1982 T3	13,893300	15,613300	20,896700	8,380000	8,399670	11,073300
1982 T4	10,576700	15,123300	20,550000	8,023330	6,766330	9,683330

1983 T1	9,326670	14,160000	19,083300	7,613330	5,440000	11,023300
1983 T2	9,180000	13,756700	17,840000	7,520000	5,233330	10,000000
1983 T3	9,256670	13,236700	17,750000	7,466670	5,876670	9,623330
1983 T4	9,476670	13,346700	17,403300	7,076670	5,950000	9,086670
1984 T1	10,026700	13,020000	15,976700	6,830000	5,793330	8,956670
1984 T2	11,330000	12,970000	15,140000	7,023330	5,726670	9,033330
1984 T3	12,293300	12,580000	14,406700	6,946670	5,756670	10,763300
1984 T4	10,586700	11,586700	14,276700	6,420000	5,376670	9,690000
1985 T1	10,390000	11,433300	12,470000	6,556670	5,653330	12,760000
1985 T2	9,536670	10,963300	13,326700	6,390000	5,623330	12,333300
1985 T3	8,920000	10,800000	13,246700	6,086670	4,530000	11,473300
1985 T4	8,873330	10,580000	12,970000	6,330000	4,353330	11,433300
1986 T1	10,763300	9,526670	12,736700	5,226670	4,073330	12,256700
1986 T2	8,546670	7,970000	10,643300	4,926670	3,663330	10,066700
1986 T3	8,313330	7,766670	9,663330	4,893330	3,843330	9,820000
1986 T4	8,260000	8,503330	9,053330	4,730000	3,873330	10,943300
1987 T1	7,106670	8,733330	8,703330	3,976670	3,570000	10,480000
1987 T2	8,186670	8,926670	9,173330	3,570000	2,990000	9,043330
1987 T3	9,103330	9,826670	10,470000	4,823330	3,176670	9,646670
1987 T4	8,186670	10,226700	10,386700	4,476670	3,400000	8,973330
1988 T1	8,406670	9,410000	10,270000	4,050000	3,150000	8,710000
1988 T2	8,993330	9,116670	10,060000	4,200000	3,150000	8,083330
1988 T3	9,866670	9,053330	10,193300	4,656670	3,963330	11,106700
1988 T4	10,663300	8,676670	10,116700	4,190000	4,220000	12,313300
1989 T1	11,643300	8,826670	10,066700	4,550000	5,303330	12,860000
1989 T2	12,206700	8,773330	10,640000	4,993330	6,226670	13,260000
1989 T3	12,166700	8,523330	10,830000	5,003330	6,490000	13,860000
1989 T4	12,200000	9,026670	11,360000	5,670000	7,116670	14,983300
1990 T1	12,920000	9,813330	11,590000	6,973330	7,750000	15,070000
1990 T2	13,600000	9,676670	11,556700	7,000000	8,250000	15,020000
1990 T3	12,766700	10,100000	11,486700	8,096670	8,250000	14,860000
1990 T4	11,946700	10,186700	11,403300	7,380000	8,250000	13,603300
1991 T1	9,956670	9,343330	11,186700	6,793330	8,250000	12,776700
1991 T2	8,900000	8,983330	13,193300	6,996670	8,250000	11,253300
1991 T3	8,510000	9,060000	13,262700	6,486670	8,250000	10,590000
1991 T4	7,540000	8,800000	12,888300	5,826670	8,333330	10,250000
1992 T1	7,176670	8,520000	12,622300	5,423330	8,500000	10,176700
1992 T2	6,133330	8,686670	12,791200	5,343330	8,500000	9,866670
1992 T3	5,786670	8,873330	13,818400	4,616670	8,700000	9,760000
1992 T4	7,243330	8,310000	13,836500	4,393330	7,566670	7,046670
1993 T1	5,836670	7,730000	13,159800	4,080000	6,983330	5,773330
1993 T2	4,910000	7,213330	12,513200	4,233330	6,550000	5,443330
1993 T3	4,516670	6,590000	10,298400	3,650000	5,950000	5,193330
1993 T4	4,110000	6,093330	9,265930	2,806670	5,400000	5,006670
1994 T1	4,290000	6,163330	9,133370	3,420000	5,100000	4,780000
1994 T2	6,273330	7,170000	9,790170	3,490000	4,950000	4,886670
1994 T3	5,476670	7,846670	11,367900	3,953330	4,983330	5,336670
1994 T4	6,113330	8,223330	11,967000	3,993330	5,166670	5,726670
1995 T1	7,990000	8,126670	12,731600	3,566670	5,083330	6,096670
1995 T2	7,343330	7,670000	12,696400	2,363330	4,433330	6,340000
1995 T3	6,473330	7,393330	11,804700	2,176670	4,266670	6,670000
1995 T4	5,763330	7,170000	11,597400	2,020000	3,833330	6,506670
1996 T1	5,106670	6,606670	10,536000	2,400000	3,400000	6,066670
1996 T2	4,686670	6,596670	9,879430	2,433330	3,416670	5,826670
1996 T3	4,140000	6,413330	9,353170	2,240000	3,286670	5,633330
1996 T4	2,893330	5,923330	7,850800	1,826670	3,100000	6,030000
1997 T1	2,963330	5,650000	7,476070	1,766670	3,116670	6,026670
1997 T2	3,000000	5,793330	7,404630	1,933330	3,216670	6,340000

1997 T3	3,183330	5,540000	6,549800	1,613330	3,200000	6,943330
1997 T4	3,886670	5,523330	6,020870	1,436670	3,750000	7,176670
1998 T1	4,436670	5,080000	5,351070	1,366670	3,523330	7,050000
1998 T2	4,816670	4,990000	5,144270	1,123330	3,676670	7,480000
1998 T3	4,916670	4,570000	4,768330	0,930000	3,343330	7,346670
1998 T4	4,750000	4,230000	4,323000	0,966667	3,133330	7,060000
1999 T1	4,746670	4,086670	4,082330	1,946670	2,700000	5,406420
1999 T2	4,546670	4,320000	4,334670	1,573330	2,550000	4,892500
1999 T3	4,720000	5,033330	5,118000	1,801670	2,850000	4,922580
1999 T4	4,863330	5,313330	5,375670	1,761670	3,423330	5,322220
2000 T1	5,133330	5,593330	5,683670	1,771670	3,650000	5,839760
2000 T2	5,583330	5,463330	5,547000	1,725000	4,313330	5,913330
2000 T3	5,603330	5,433330	5,595330	1,803330	4,736670	5,837760
2000 T4	5,640000	5,316670	5,474670	1,690000	4,573330	5,711760
2001 T1	4,846670	4,973330	5,165670	1,356670	4,116670	5,418280
2001 T2	4,350000	5,190000	5,376670	1,246670	3,946670	5,049300
2001 T3	3,623330	5,140000	5,274000	1,375000	3,590000	4,767860
2001 T4	2,250000	4,883330	4,937140	1,340000	2,983330	3,914560
2002 T1	2,126670	5,140000	5,250840	1,468330	3,333330	3,884370
2002 T2	2,590000	5,266670	5,355090	1,356670	3,283330	4,361820
2002 T3	2,890330	4,723330	4,852060	1,221670	2,766670	3,807960
2002 T4	2,736000	4,573330	4,680230	0,960000	2,500000	3,796270
2003 T1	2,938670	4,170000	4,238970	0,763333	2,066670	3,587580
2003 T2	3,188330	3,990000	4,056400	0,653333	1,816670	3,446030
2003 T3	2,701670	4,176670	4,246630	1,258330	1,933330	3,398370
2003 T4	2,651670	4,393330	4,450800	1,378330	2,083330	3,777470
2004 T1	2,127670	4,156670	4,276040	1,325000	1,850000	3,993400
2004 T2	2,001330	4,350000	4,462600	1,613330	2,033330	4,355200
2004 T3	2,212000	4,226670	4,322600	1,608330	2,083330	4,736600
2004 T4	2,538670	3,876670	3,973450	1,456670	2,050000	4,691200
2005 T1	2,482330	3,703330	3,742350	1,370000	2,050000	4,730830
2005 T2	2,461670	3,440000	3,536960	1,216670	1,833330	4,714170
2005 T3	2,717330	3,263330	3,391470	1,375000	1,900000	4,475670
2005 T4	3,241330	3,440000	3,550930	1,481670	2,333330	4,436930
2006 T1	3,663330	3,560000	3,721240	1,635000	2,666670	4,403000
2006 T2	4,149670	4,046670	4,267080	1,881670	3,033330	4,501670
2006 T3	4,150330	3,963330	4,171000	1,731670	3,250000	4,733830
2006 T4	4,169000	3,853330	4,025890	1,676670	3,383330	5,035500

Seguem abaixo as equações ARMA sobre as inflações dos países do G7 para o cálculo da inflação esperada. Os coeficientes de AR e MA são os que multiplicam o valor da inflação no trimestre anterior e do erro observado no período anterior.

EUA:

$$\Pi_{EUA}^e = 0,0324742748555 + 0,910779377731 * AR - 0,982295142244 * MA$$

Japão:

$$\Pi_{Japão}^e = 0,934100420014 * AR + 0,179463076772 * MA$$

Alemanha:

$$\Pi_{Alemanha}^e = 0,0214378734924 + 0,752428063821 * AR$$

Reino Unido:

$$\Pi_{Reino Unido}^e = 0,937498927026 * AR - 0,315103514028 * MA$$

Itália:

$$\Pi^e_{Itália} = 0,976817784581 * AR - 0,906899521383 * MA$$

França:

$$\Pi^e_{França} = 0,975389790862 * AR + 0,362363016852 * MA$$

Canadá:

$$\Pi^e_{Canadá} = 0,952604747549 * AR + 0,335865804457 * MA$$