

Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Economia
Programa de Pós-Graduação em Teoria Econômica

Crise e Política Econômica nos
Estados Unidos: 1977-1984

Este exemplar corresponde ao original da
tese defendida por José Pedro Macarini em
17/12/87 e orientada pelo Prof. Dr. Paulo
Roberto Davidoff Uggas Cruz.

CPG/IE, 17/12/87
José Pedro Macarini



Campinas - SP

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

M118c Macarini, José Pedro
 Crise e política econômica nos Estados Unidos: 1977-1984 /
 José Pedro Macarini. – Campinas, SP : [s.n.], 1997.

 Orientador : Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz
 Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas.
 Instituto de Economia.

 1. Estados Unidos - Condições econômicas - 1977-1984. 2.
 Crise econômica - Estados Unidos - 1977-1984. 3. Estados Uni-
 dos - Política econômica - 1977-1984. I. Cruz, Paulo Roberto
 Davidoff Chagas. II. Universidade Estadual de Campinas. Institu-
 to de Economia. III. Título.

*Crise e Política Econômica nos
Estados Unidos: 1977-1984*

José Pedro Macarini

ORIENTADOR: *Prof. Dr. Paulo R. Davidoff C. Cruz*

*Tese apresentada à Banca Examinadora do
Programa de Pós-Graduação do Instituto de
Economia - Universidade Estadual de Campinas,
para obtenção do título de Doutor.*

Campinas - São Paulo

1997



9805613

Banca Examinadora

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO I: ADMINISTRAÇÃO CARTER: A RESPOSTA DOS LIBERAIS KEYNESIANOS À CRISE	16
1. A crise econômica norte-americana e as primeiras reações da política econômica	16
2. A estratégia da política econômica em 1977-1978	21
3. A execução da política econômica	34
4. 1979: A inflexão conservadora	61
5. 1980: Uma tentativa fracassada da política de austeridade	106
6. Uma visão de conjunto do período Carter	129
CAPÍTULO II: ADMINISTRAÇÃO REAGAN: A RESPOSTA CONSERVA- DORA À CRISE	133
1. O contexto do triunfo conservador	133
2. O programa econômico da primeira Administração Reagan (1981-1984)	151
3. A execução da política econômica	161
4. O movimento da política econômica em 1982-1984: Continuidade e inflexões	201
5. Uma visão ^{de conjunto} ~~conservadora~~ do período Reagan	227
CONCLUSÃO	230
BIBLIOGRAFIA	244

INTRODUÇÃO

Neste trabalho busco contribuir para uma compreensão mais aprofundada do movimento da política econômica dos Estados Unidos em um período marcante da sua trajetória no último quarto de século. Como é sabido durante as décadas de 70 e 80 observou-se uma convergência de processos potencialmente disruptivos que, dada a sua natureza estrutural e o longo período abrangido, permitem uma leitura pela ótica dos processos de crise capitalista. Enquanto o tema da crise econômica norte-americana suscitou uma bibliografia abundante e muito rica, o exame da política econômica durante a crise não recebeu a mesma atenção. Provavelmente isso em parte se explica pelo reconhecimento de que a crise é um processo inerente à dinâmica capitalista, tornando a política econômica uma manifestação reativa. Dessa perspectiva, a política econômica não cumpre um papel determinante e uma vez materializada a crise, esta impõe uma resposta da política econômica voltada ao objetivo de restauração da lucratividade do capital. No extremo oposto os economistas do *mainstream* ou negam qualquer eficácia à política econômica, com o que ela é vista como uma força desestabilizadora. ou, na tradição do keynesianismo neoclássico, a política econômica tem uma *raison d'être* que o movimento de conjuntura chega a ser descrito como um reflexo do *policy mix* adotado.

Mesmo partilhando entusiasticamente daquela primeira perspectiva, julgo que o movimento da política econômica possui um certo grau de autonomia, v. g., reveste-se de complexidade maior que o captado explicitamente naquelas análises. Referindo-se ao plano da incidência de variados interesses particulares presentes na sociedade e que buscam ser representados através da política econômica; entrelaçando-se com o movimento mais amplo da política e suas particularidades institucionais (por exemplo, o regime democrático e a influência das conjunturas eleitorais, os problemas de harmonização política entre o Executivo e o Congresso, o estatuto independente do Banco Central); e ainda refletindo basicamente percepções dos seus principais atores, as quais, por suposto, são mediadas pela influência difusa de teorias econômicas - por tudo isso o entendimento da política econômica real vai além de uma caracterização geral do *policy mix* monetário/fiscal e seus efeitos previstos a partir de um

determinado enfoque macroeconômico (não obstante a sua relevância e conveniência durante a análise) ou da explicitação de sua funcionalidade do ponto de vista dos interesses do capital.

Uma breve menção ao tratamento dispensado à política econômica em alguns excelentes trabalhos sobre a economia norte-americana durante a crise talvez permita esclarecer as razões de minha insatisfação.

Assim, alguns autores com uma visão radicalmente crítica do capitalismo como forma de sociedade, embora realizando valiosas análises de inúmeros desdobramentos da trajetória percorrida pelo capitalismo norte-americano no período, praticamente ignoram o movimento concreto da política econômica - dir-se-ia que suas análises ou negam qualquer significado às diferentes políticas econômicas de um período para outro ou consideram esse um aspecto de relevância secundária, justificando-se a sua omissão.¹ Outros, também pertencentes ao variado campo da reflexão radical, quando fazem topicamente menção à política econômica, preocupam-se em explicitar a sua lógica última enquanto arma da classe capitalista em sua luta permanente contra os trabalhadores. A crise deveu-se à erosão de um marco institucional que mantinha sob relativo controle o conflito de classe, assegurando a lucratividade do capital. A política econômica durante a crise objetiva em última instância reverter a contestação dos trabalhadores, restabelecer a disciplina do trabalho e permitir uma restauração das condições de lucratividade do capital.²

Uma interpretação distinta da crise estrutural do capitalismo norte-americano, formulada por Nell, faz interessantes observações sobre a contraposição entre políticas econômicas keynesianas e conservadoras nas décadas de 70 e 80, apontando-se os limites econômicos (internacionais) e políticos à estratégia keynesiana. Mas a sua preocupação maior

1. Tal é o caso dos artigos de Sweezy e Magdoff na *Monthly Review* - os quais revelam uma rica percepção da natureza do capitalismo norte-americano. É evidente que, enquanto socialistas de velha cêpa, o objeto desses analistas concentra-se em trazer à luz a irracionalidade (estrutural) do sistema: a política econômica, manifestada por exemplo no comportamento dos déficits orçamentários, importa apenas como eventual fator contrabalançador de uma tendência básica à estagnação.

2. Bowles et al (1989b) são os melhores representantes dessa abordagem. A conservantização da política econômica durante a crise é interpretada nos seguintes termos: "Sin embargo, las empresas habían aprendido que no bastaba un breve endurecimiento de la política macroeconómica ... Muchos miembros de la comunidad empresarial y financiera presionaron, pues, para que se sometiera a la economía a una prolongada ducha de agua helada, que fuera más allá de la recesión de 1974-75 ... Los efectos de estas presiones son evidentes en la evolución tanto de la política fiscal como de la monetaria a lo largo de 1979 ...". (p. 151).

consiste em explicitar a errônea representação da economia real propiciada pelas diferentes doutrinas do *mainstream* e, portanto, como afirmou Keynes em sua polêmica com os clássicos, as consequências práticas necessariamente desastrosas a elas associadas se adotadas (como foram) pelos governos.³ Essa preocupação aparece com maior força ainda na obra penetrante de Minsky: a política econômica de Carter, por exemplo, é apreciada do prisma da inadequação da teoria (no caso, a síntese neoclássica) de seus *policy-makers*.⁴

A inflexão da política econômica norte-americana em 1979 (particularmente da política monetária) é frequentemente interpretada como reação à crise do dólar como moeda-chave do sistema internacional.⁵ Neste caso aponta-se uma dimensão fundamental da política econômica norte-americana - qual seja, aquela oriunda de seu *status* especial de núcleo hegemônico da economia internacional do último meio século - e certamente um fator muito presente na determinação da política de juros altos seguida a partir de 1979. Contudo, evocar essa dimensão não basta para dar conta do movimento da política econômica no período. Com efeito, influências de ordem doméstica - fundamentalmente a aceleração inflacionária - foram igualmente importantes na determinação da virada conservadora da política econômica; e durante a Administração Reagan, o desenho dado à política fiscal (gerador de desequilíbrios orçamentários

3. Talvez seja ilustrativa a seguinte passagem sobre a inflexão conservadora durante a Administração Carter: "... in the policy vacuum created by the collapse of the Keynesian consensus, monetarists had convinced the administration that the key to curbing inflation lay in controlling the money supply; and inflation had come to be perceived as the most serious problem facing the economy. We shall see later that this wholly misunderstood the character of the inflation, but at least it was taking action, and it was clear from the polls that the American public was fed up." Nell (1988), p. 35. Essa passagem contém um *insight* que recolho, com ênfase, em minha análise: a importância da aceleração inflacionária na determinação da inflexão da política econômica no final da década. Mas a sua observação sobre a influência dos monetaristas a meu juízo pode levar a uma sobrevalorização indevida do papel do debate doutrinário na política econômica real. Em particular, não creio que a influência monetarista tenha tido um papel essencial na posição assumida pelo Fed em outubro de 1979 (como procurarei demonstrar ao longo do trabalho).

4. Ver Minsky (1978). Como observaram dois seguidores da "tradição Minsky" de reflexão teórica: "Minsky ... never confronts the obvious point that economic democracy does not prevail under capitalism - that wealth and power go hand in hand ... As a result, the policy ideas Minsky advances in *Stabilizing an Unstable Economy*, while humane and often insightful, are essentially apolitical (and thus, uncharacteristically mild) because they do not address the implications of unequal wealth and power in capitalist societies." Dymski & Pollin (1992), p. 53.

5. Tavares (1985) apresenta a análise mais detalhada (e rica em *insights* sugestivos) dentro dessa perspectiva. Aglietta & Orléan (1990) e Arrighi (1996) também fazem essa leitura.

permanentes), o qual não pode ser compreendido apenas a partir do projeto hegemônico, determinou uma sobre-reação da política monetária.

Todas essas abordagens, embora não propiciem uma compreensão plena da política econômica do período Carter-Reagan, oferecem, em graus variados, indicações de aspectos fundamentais que devem integrar a análise. Já as alternativas pinçadas do *mainstream* têm como característica analisar a coerência entre a escolha de objetivos e o uso dos instrumentos, a partir de um determinado enfoque macroeconômico. Assim, um conservador como Stein avalia que a política econômica de Carter (até 1979) era equivocada porque inerentemente inflacionária (mesmo com a economia distante do pleno emprego); um keynesiano como Tobin identifica erros de calibragem e uma lacuna importante (alguma política de rendas capaz de conter a alta da inflação); ambos, a partir de perspectivas distintas, dão grande ênfase à *rationale* doutrinária da política econômica, especialmente ao analisarem o período Volcker-Reagan. Muitos aspectos dessas análises são sem dúvida esclarecedores - mas a política econômica não é de forma alguma uma projeção prática de um determinado corpo doutrinário, com o que uma análise crítica da consistência teórica da política econômica (e sua adequação à realidade) não atinge o âmago da questão.⁶

Convém, entretanto, evitar mal-entendidos. Minha insatisfação com a literatura existente sobre o tema reside na percepção de lacunas deixadas na reconstituição analítica do movimento da política econômica do período, as quais podem suscitar erros de interpretação. Espero ter alcançado uma compreensão mais satisfatória da natureza do movimento da política econômica observado durante as gestões de Carter e Reagan (e Volcker, no comando do Fed) - sem, entretanto, negar a relevância de certos aspectos já realçados na literatura (como procuro desenvolver nas reflexões conclusivas desta tese).

Da mesma forma é importante ter claro o plano em que se desenvolve a análise contida nesta tese. Meu objeto centra-se estritamente na compreensão da política macroeconômica dos Estados Unidos durante as presidências de Carter e Reagan (primeiro mandato). A sequência de decisões de política fiscal e monetária observadas nesse período descreve um movimento cuja

6. Ver Stein (1984) e Tobin (1978 e 1989).

apreensão exige atentar para a percepção que os principais atores do processo político-econômico tinham da evolução da conjuntura em diferentes momentos. Assim é possível observar como, ao longo desse período, notam-se mudanças de prioridades, impostas pelo comportamento da economia porém mediadas pelas percepções dominantes (inclusive envolvendo sérias divergências de perspectiva entre os *policy-makers*): em 1977/1978, a política econômica reflete a prioridade concedida à sustentação e aceleração do crescimento e à redução progressiva do desemprego; desde o final de 1978 e em 1979/1980 a inflação torna-se a preocupação central, ao mesmo tempo em que a instabilidade pronunciada nos mercados de câmbio e as dificuldades de Carter de manter uma coalizão de apoio político a sua Administração restringem o espaço para a resposta da política econômica, levando-o a abraçar o receituário conservador da austeridade fiscal e da disciplina monetária; em 1981 combinam-se estranhamente uma preocupação com a retomada da prosperidade (que traduziu-se na rejeição da austeridade fiscal) com a desinflação (implicando um reforço da disciplina monetária), a qual teve um papel essencial no comportamento dos juros e câmbio observado na primeira metade da década. Por isso valorizo o exame do discurso da política econômica e incorporo à análise o material informativo localizado nos relatos dos bastidores do processo de formulação e condução da política econômica, feitos por ex-integrantes do governo e por jornalistas (apoiando-se em entrevistas com *insiders*). Não se trata de examinar a coerência da política econômica em relação a seus propósitos declarados (os quais, alguém poderia objetar, não passam da ponta do iceberg), mas sim de compreender adequadamente o que foi feito e por que durante o período em questão. Seria um erro menosprezar esse procedimento como se ele acorrentasse o analista ao plano superficial da política econômica: se se souber utilizar esse tipo de material, as percepções e reais objetivos dos atores - e as demandas e pressões sobre eles incidentes -, enfim, o quadro que informou as decisões tomadas, dando forma ao movimento da política econômica, é iluminado de modo a permitir enxergar aspectos eventualmente negligenciados quando se limita a análise à *rationale* "objetiva" da política econômica. É minha esperança ter sido capaz de fazer esse uso criterioso e frutífero.

Quanto à análise econômica, a preocupação de recuperar o movimento da política econômica me levou a destacar a interação da política econômica com a evolução da economia numa base eminentemente conjuntural: por exemplo, o aspecto relevante no início de 1977 era o

temor de uma interrupção prematura da recuperação ou a taxa de desemprego ainda elevada; em 1979 o fator que deve ser ligado à condução da política econômica é a combinação de uma economia estagnando com uma inflação aparentemente escapando ao controle; no início de 1981 a permanência de uma alta inflação e expansões monetárias imprevistas em um ou dois meses são as influências significativas na reação da política monetária; em suma, a análise do movimento mais amplo da economia, apoiada em valores anuais definitivos das principais variáveis macroeconômicas, é relativamente menos importante dados os meus propósitos (à medida em que não descreve completamente o cenário econômico percebido no momento em que as decisões são tomadas).

Embora eu considere correta a leitura da política econômica durante o período 1977-1984 em termos de dois períodos distintos - 1977-1978, quando a Administração Carter tentou implementar um programa dentro do espírito liberal-keynesiano típico do Partido Democrata, e 1979-1984, marcado pela aceitação do conservadorismo - as dificuldades encontradas pelo Fed na implementação do experimento monetarista e, sobretudo, as especificidades do conservadorismo de Reagan, tornam mais esclarecedora uma exposição distinguindo claramente as duas Administrações. No capítulo I, dedicado à Administração Carter, procuro caracterizar a estratégia adotada em 1977/1978 em termos do padrão keynesiano, dando a necessária ênfase à componente internacional que integrou o seu desenho; em seguida examino as circunstâncias que decretaram o seu fracasso e deram lugar a uma inflexão conservadora da política econômica, detendo-me com maior detalhamento na análise da mudança da política monetária em outubro de 1979; encerro o capítulo com um exame do desempenho inequivocamente insatisfatório do primeiro ano de execução da política econômica conservadora. No capítulo II, dedicado à Administração Reagan, procuro caracterizar os traços peculiares do *reaganismo* e a natureza heterogênea da coalizão conservadora que lhe emprestou apoio - meu objetivo é o de captar a especificidade do conservadorismo de Reagan *vis-a-vis* outras presidências Republicanas do passado, com possíveis implicações para a política econômica; examino detalhadamente o programa econômico de Reagan e sua implementação em 1981, com consequências irreversíveis durante todo o restante do período, bem como a condução da política monetária, balizada essencialmente pelo objetivo anti-inflacionário (e com o beneplácito do

Executivo); finalizo o capítulo explicitando como ocorreram inflexões significativas de 1982 a 1984, porém sem configurarem uma mudança fundamental (distinguindo-se, pois, da experiência observada durante a Administração Carter). No capítulo conclusivo, a par de sistematizar os principais resultados, tento esboçar algumas reflexões mais gerais sobre a natureza e as determinações da política econômica norte-americana sugeridas por meu trabalho de pesquisa.

----- X ----- X -----

Dada a estratégia de exposição que preferi utilizar, apresentando os dados da conjuntura econômica de forma espaçada ao longo do texto (ao invés de concentrá-los em algumas tabelas), talvez seja recomendável estender-se um pouco mais nesta introdução com o intuito de situar em linhas gerais a evolução da economia norte-americana no período que examino - a bem do leitor, especialmente aquele menos familiarizado com o tema.

No movimento cíclico da economia norte-americana a segunda metade da década de 70 corresponde a uma fase de recuperação, manifestando-se com maior vigor durante os dois primeiros anos da Administração Carter. Contrastando com a experiência das duas décadas anteriores a economia norte-americana atravessará em seguida um período incomumente longo de mau desempenho (1979-1982), caracterizado por um crescimento lento ou negativo. (Tabela 1). A percepção de uma economia em franca deterioração será muito forte em 1979/1980, minando as chances de reeleição de Carter e influenciando as decisões de política econômica: primeiro, em meados de 1979, com Carter rendendo-se à orientação conservadora do Fed; depois, em março de 1980, recorrendo aos controles de crédito, um expediente que não era do agrado do Fed. A sensação de que os problemas da economia eram de natureza mais profunda já vinha se formando desde antes, em função do lento crescimento da produtividade já em 1977 e 1978, agravando-se daí para a frente. (Tabela 2). Esse comportamento do produto real e da produtividade é parte do cenário no qual triunfa, em novembro de 1980, um conservador (Reagan) cuja principal bandeira não era a austeridade e sim a retomada da prosperidade.

Outro movimento distintivo da segunda metade da década foi a contínua aceleração inflacionária que acompanhou a recuperação: após a redução verificada em 1976, à custa de uma forte recessão em 1974-1975 (e que levaria Carter no início de sua Administração a repudiar a estratégia ortodoxa como ineficaz), a alta da inflação recomeçaria já em 1977, evoluindo no período para um patamar mais elevado que o observado durante o ciclo anterior. (Tabela 3). Embora parte substancial desse movimento tenha sido reflexo do comportamento de alguns preços específicos (alimentos, energia, moradia - e também o câmbio), fato que pode ser invocado em defesa de uma política anti-inflacionária de natureza não ortodoxa⁷, para o entendimento da política econômica do período o aspecto relevante reside em como esse movimento foi percebido pelos *policy-makers*: há evidência de que tendeu a predominar uma sensação de alarma, projetando-se uma situação de descontrole crescente que exigia ação imediata.

A alta da inflação combinou-se com um movimento de depreciação do dólar no período 1977-1979 - para o qual contribuíram a evolução dos *fundamentals* (sintetizada na forte elevação dos déficits comercial e da conta corrente em 1977-1978), o comportamento do Tesouro dos Estados Unidos e a natureza especulativa dos mercados internacionais. (Tabelas 9 e 10). Esse movimento é o pano de fundo da “diplomacia macroeconômica” desatada por Carter no início de sua Administração e posteriormente, em novembro de 1978 e outubro de 1979, da inflexão observada na condução da política monetária. Esta revestiu-se da forma do monetarismo (não obstante a maioria dos teóricos monetaristas não se vissem representados na política monetária de Volcker), mas a sua característica fundamental foi a forte e prolongada elevação das taxas de juros nominais (1979-1981), desaguando em taxas de juros reais acentuadamente positivas (1981-1984). (Tabela 6).

Se a política monetária experimentou uma clara mudança visando responder à ameaça contra o dólar e, no plano doméstico, reverter firmemente o processo inflacionário, a política fiscal fugiu ao figurino conservador tradicional. A economia norte-americana convive com um permanente desequilíbrio orçamentário durante toda a década de 70. Para além do seu papel objetivo na dinâmica do capitalismo norte-americano contemporâneo, no terreno da política predomina um culto ao orçamento equilibrado (um totem conservador, na caracterização de H.

7. Ver especialmente Alperovitz & Faux (1984).

Stein). Ao assumir a presidência, mesmo esgrimindo um ativismo fiscal no curto prazo, Carter sinalizou um orçamento equilibrado no final de sua Administração. Também Reagan, que criticava acerbamente o descalabro fiscal plantado pelos Democratas, ao assumir a presidência igualmente sinalizou um orçamento equilibrado para o final de sua Administração. Entretanto, o programa econômico de Reagan engendrou os maiores desequilíbrios orçamentários observados em período de paz, fazendo desaparecer qualquer horizonte de orçamento equilibrado futuro na ausência de mudanças substantivas de política. (Tabelas 7 e 8).

Esse comportamento da política fiscal levou o Fed a imprimir um rigor ainda maior à sua política monetária - a tal ponto que, mesmo em 1983-1984, com a inflação reduzida para níveis muito menores que o inicialmente imaginado, o Fed manteve uma política monetária restritiva. Em consequência o dólar experimenta uma contínua valorização de 1980 a 1985, com reflexos na balança comercial - em particular, a tendência de aumento da participação das importações no PNB, iniciada em meados da década de 60, intensifica-se nos anos 80. (Tabelas 9, 10 e 11). Mas a valorização do dólar, mesmo que não desejada na escala em que ocorreu, contribuiu para o êxito alcançado na desinflação; esta, ademais, foi grandemente beneficiada pelos efeitos da depressão internacional sobre os preços das *commodities* e do petróleo. (Tabela 3).

Assim, vencida a fase dura do ajuste, a recuperação iniciada em 1983 teria um caráter sustentado, incluindo uma retomada dos investimentos - quebrando-se o padrão de alta tendencial da inflação das duas décadas anteriores. Do prisma da política econômica a estagflação deixara de ser um problema, vindo à tona os problemas do desequilíbrio orçamentário, do desequilíbrio externo e do dólar forte - o seu enfrentamento configuraria uma nova etapa no movimento da política econômica norte-americana.

TABELA 1 - PNB e Produção da Indústria Manufatureira (Em dólares de 1982)

Taxas de variação (em %)

Ano	PNB	Ind. Manuf.
1974	- .5	- 4.8
1975	- 1.3	-7.5
1976	4.9	9.7
1977	4.7	7.4
1978	5.3	6.0
1979	2.5	2.0
1980	- .2	- 4.5
1981	1.9	1.6
1982	- 2.5	- 6.1
1983	3.6	6.4
1984	6.8	12.2
1985	3.4	3.8
1986	2.8	2.3

FONTE: ERP (1989). Tabelas B-2 e B-11

TABELA 2 - Taxas de Desemprego e Taxas de Variação da Produtividade, da Compensação por Hora e do Custo Salarial Unitário (Em %)

Ano	Taxa de Desemprego	Produtividade	Compensação por Hora	Custo Salarial Unitário
1975	8.3	1.8	9.7	7.8
1976	7.6	2.6	8.4	5.7
1977	6.9	1.6	7.7	6.1
1978	6.0	.8	8.6	7.7
1979	5.8	- 1.6	9.5	11.2
1980	7.0	- .4	10.5	11.0
1981	7.5	1.0	9.4	8.3
1982	9.5	- .6	7.8	8.4
1983	9.5	3.3	4.3	1.0
1984	7.4	2.1	3.9	1.8
1985	7.1	1.4	4.2	2.8
1986	6.9	2.0	4.2	2.2

Obs.: Excetuando-se a taxa de desemprego os dados referem-se ao *Nonfarm business sector*. A compensação por hora inclui salários e ordenados, contribuições do empregador à previdência social e planos privados de benefícios e uma estimativa da remuneração dos trabalhadores autônomos.

FONTE: ERP (1989). Tabelas B-39 e B-47.

TABELA 3 - Inflação: Índice de Preços ao Consumidor (CPI)

Taxas de Variação Anuais (%)

Ano	C P I	Exclusive Alimentos e Energia	Exclusive Alimentos. Energia e Moradia
1974	11.0	8.3	7.7
1975	9.1	9.1	8.9
1976	5.8	6.5	7.1
1977	6.5	6.3	6.0
1978	7.6	7.4	5.6
1979	11.3	9.8	6.9
1980	13.5	12.4	8.8
1981	10.3	10.4	9.6
1982	6.2	7.4	7.7
1983	3.2	4.0	5.2
1984	4.3	5.0	5.0
1985	3.6	5.3	3.8
1986	1.9	4.0	3.4
1987	3.6	4.1	3.8

FONTE: ERP (1989). Tabela B-61.

TABELA 4 - Indústria Manufatureira: Nível de Utilização de Capacidade

(Em %)

Ano	U.C.
1974	82.6
1975	72.3
1976	77.4
1977	81.4
1978	84.2
1979	84.6
1980	79.3
1981	78.2
1982	70.3
1983	73.9
1984	80.5
1985	80.1
1986	79.7

FONTE: ERP (1989). Tabela B-51.

TABELA 5 - Índices da Produção Industrial (1977=100)

Ano	Total	Ind.Manuf.	Bens de Consumo	Equipamento (<i>Business</i>)	Despesa/ Espaço
1979	110.7	111.5	103.9	124.7	105.6
1981	111.0	110.5	104.1	127.6	119.8
1982	103.1	102.2	101.4	113.6	133.0
1984	121.4	123.4	118.0	134.2	156.4
1986	125.1	129.1	124.0	139.5	182.0

FONTE: ERP (1989), Tabelas B-48 e B-49.

TABELA 6 - Taxas de Juros Nominais (% a.a.)

Ano	Federal Funds Rate	T-Bill 3 meses	T-Bonds 10 anos	Prime Rate	CPI
1977	5.54	5.26			
1978	7.93				
1979	11.7				11.3
1980					13.5
1981				18.87	10.3
			13.00	14.86	6.2
		8.63	11.10	10.79	3.2
		9.58	12.44	12.04	4.3

FONTE: ERP (1989), Tabela B-71.

TABELA 7- Governo Federal: Déficit Orçamentário em Valor e em Percentagem do PNB
(Em bilhões de dólares; anos fiscais)

Ano	Déficit	Déficit/PNB
1970	- 2.8	- .3
1971	- 23.0	- 2.2
1972	- 23.4	- 2.0
1973	- 14.9	- 1.2
1974	- 6.1	- .4
1975	- 53.2	- 3.5
1976	- 73.7	- 4.3
T Q	- 14.7	- 3.3
1977	- 53.6	- 2.8
1978	- 59.2	- 2.7
1979	- 40.2	- 1.6
1980	- 73.8	- 2.8
1981	- 78.9	- 2.6
1982	- 127.9	- 4.1
1983	- 207.8	- 6.3
1984	- 185.3	- 5.0
1985	- 212.3	- 5.4
1986	- 221.2	- 5.3

Obs.: TQ representa um período de transição, abarcando o trimestre 1 de julho a 30 de setembro de 1976, devido à mudança na definição do ano fiscal. Esses números incluem receitas e despesas *off-budget*.

FONTE: ERP (1989), Tabela B-76 e OMB (1988), Tabelas 1.1 e 1.2..

TABELA 8 - Governo Federal: Déficit Orçamentário Real e de Alto Emprego
- Em Valor e em Percentagem do PNB
(Em bilhões de dólares; anos correntes)

ANO	Déficit Real (D.R.)	Déficit de Alto Emprego (D.A.E.)	D.R. PNB	D.A.E. PNB
1970	- 12.4	- 4.6	- 1.25	- 0.46
1971	- 22.0	- 11.3	- 2.04	- 1.05
1972	- 16.8	- 12.1	- 1.42	- 1.02
1973	- 5.5	- 9.5	- 0.42	- 0.72
1974	- 11.5	- 0.3	- 0.80	- 0.02
1975	- 69.3	- 29.1	- 4.47	- 1.88
1976	- 53.1	- 17.4	- 3.09	- 1.01
1977	- 45.9	- 20.4	- 2.39	- 1.06
1978	- 29.5	- 15.9	- 1.36	- 0.73
1979	- 16.1	- 2.0	- 0.67	- 0.08
1980	- 61.2	- 17.1	- 2.33	- 0.65
1981	- 64.3	- 3.2	- 2.17	- 0.11
1982	- 148.2	- 32.6	- 4.83	- 1.06
1983	- 178.6	- 59.7	- 5.40	- 1.81
1984	- 175.8	- 108.6	- 4.80	- 2.96

Obs.: No cálculo do D.A.E. supôs-se uma taxa de desemprego variando de 4.7% a 5.0% no período 1970-1974 e de 5.1% no período de 1975-1984.

FONTE: Eisner (1986). Tabela 8.2

TABELA 9- Evolução da Taxa de Câmbio Efetiva do Dólar
Março de 1973 = 100

Ano	Nominal	Real
1975	98.5	93.9
1976	105.6	97.3
1977	103.3	93.1
1978	92.4	84.2
1979	88.1	83.2
1980	87.4	84.8
1981	102.9	100.8
1982	116.6	111.7
1983	125.3	117.3
1984	138.3	128.5
1985	143.2	132.0

FONTE: ERP (1989). Tabela B-108

TABELA 10 - Transações Internacionais dos EUA
(Em bilhões de dólares)

ANO	Exportações	Importações	Balança Comercial	Conta Corrente
1975	107.1	98.2	8.9	18.1
1976	114.7	124.2	- 9.5	4.2
1977	120.8	151.9	- 31.1	- 14.5
1978	142.1	176.0	- 33.9	- 15.4
1979	184.5	212.0	- 27.5	- 1.0
1980	224.3	249.7	- 25.5	1.9
1981	237.1	265.1	- 28.0	6.9
1982	211.2	247.6	- 36.4	- 8.7
1983	201.8	268.9	- 67.1	- 46.2
1984	219.9	332.4	- 112.5	- 107.1

FONTE: ERP (1989). Tabela B-102.

TABELA 11- Participação das Importações no PNB

Ano	%
1965	6.5
1970	8.6
1976	10.1
1979	11.1
1982	10.6
1983	11.2
1984	13.0
1986	14.2

FONTE: ERP (1989) e URPE (1987) Statistical
Appendix. T. 25.

CAPÍTULO I

ADMINISTRAÇÃO CARTER: A RESPOSTA DOS LIBERAIS

KEYNESIANOS À CRISE

1. A crise econômica norte-americana e as primeiras reações da política econômica

Após um prolongado ciclo expansivo exibido na década de 60, abarcando um total de 106 meses, a economia norte-americana ingressa em uma fase de turbulência que se estenderia por toda a década de 70 e primeiros anos de 80. Com efeito, de dezembro de 1969 a novembro de 1982 os Estados Unidos experimentaram nada menos que quatro recessões, duas delas especialmente graves.

O início da década de 70 é marcado pela ocorrência de uma recessão, ainda que comparativamente branda, pela dificuldade em manter sob controle a inflação e pela erosão das contas externas e a ruptura do sistema de Bretton Woods. A febril recuperação dos negócios que então se seguiu, promovida pelo estímulo do “vale-tudo” jogado pela administração de Nixon, um conservador convertido ao “keynesianismo”, teria fôlego curto, em pouco tempo esbarrando no retorno firme da inflação e no agravamento das tensões sociais.¹

1. Cf. Castro (1979), p. 60/63. Sobre o conflito capital-trabalho e a reação das grandes empresas e da política econômica consultar Bowles et al. (1989), cap.5. Acerca da identidade da Administração Nixon, no espectro político-ideológico da política econômica norte-americana, diria o ex-*chairman* do CEA no período 1972-74: “When the Nixon Administration began, my colleagues and I at the Council of Economic Advisers felt we were quite different from our predecessors. We were not going to pump the economy up into inflation in order to get unemployment down and we were not going to try to fine-tune the economy. We planned to rely on monetary policy more and fiscal policy less. But in reality the differences from our predecessors were rather minor. Intellectually, we were still within the common neo-keynesian mainstream and we didn't make a sharp break from it. That was even true of President Nixon, who saw himself as a conservative man with liberal ideas and liberal policies. But he was certainly not prepared for a sharp break in policy either”. Stein (1983), p. 25/26.

Durante o período novembro de 1973 a março de 1975 a economia norte-americana defronta-se com a mais severa recessão do pós-guerra. De fato, em relação aos cinco episódios recessivos registrados anteriormente, a sua duração foi marcadamente maior (16 meses), a retração do produto real foi mais forte (- 4,3%), o grau de utilização da capacidade industrial atingiu o menor piso (70,8%) e a taxa de desemprego chegou a atingir 9% (suplantando o máximo de 7,9% registrado em 1948-49).

A recessão desdobrou-se em duas fases. Até setembro de 1974 o declínio da produção industrial foi reduzido e a taxa de desemprego permaneceu abaixo de 6%. Ao mesmo tempo a inflação (medida pelo CPI), que vinha se acelerando já na etapa final do ciclo expansivo, saltando de 3,4% em 1972 para 7,4% em setembro de 1973, é impulsionada para o patamar de dois dígitos com o choque do petróleo atingindo um pico de 12,2% em novembro de 1974. A partir de setembro a recessão ganha dramaticidade, acumulando em seis meses uma retração de 13% da produção industrial e de 2,7% do emprego e uma alta de 2,7% da taxa de desemprego.² Na verdade durante essa fase o espectro da depressão rondou a economia norte-americana, desatado pela quebra dos bancos bilionários Franklin National, em outubro e Security National, em janeiro e sinais do que parecia ser o início de um contágio epidêmico.³

Durante todo o ano de 1974 a preocupação central da política econômica foi com a inflação, minimizando-se a perspectiva de uma recessão. Já no início do ano, durante a elaboração do orçamento para o ano-fiscal de 1975, formou-se um consenso entre os *policy-makers* de que a meta deveria ser equilibrar o orçamento. E efetivamente praticou-se uma política fiscal restritiva ao longo de 1974, a despeito das pressões em sentido contrário motivadas pelo desenrolar da recessão, colhendo-se um superávit orçamentário no ano-calendário (engendrado em boa medida pelo efeito da inflação sobre a receita). A política monetária foi igualmente restritiva, registrando-se contração da liquidez real.⁴

2. Para um exame comparativo das várias recessões do pós-guerra e um sucinto relato da recessão de 1973-75, fonte dos dados citados, consultar McNees (1982). Um estudo anterior e mais detalhado é o de Moore (1977).

3. Veja-se, nesse sentido, as análises de Minsky (1986), caps. 2 e 3 e de Magdoff e Sweezy (1978), p.47 e ss.

4. Veja-se Stein (1984), cap.6, refletindo o ponto de vista de um *insider*. Não deve causar espécie a demora no reconhecimento da recessão. O *ex-chairman* do CEA observa acerca do período em que integrou a equipe de governo: "But I think inflation was at the root of all our problems. We were unwilling to accept an economic

Tal orientação é reforçada com a posse de Ford em agosto. Conservador tradicional, Ford assumiria a presidência exprimindo uma retórica claramente identificada com a “velha religião Republicana”, a saber: corte do gasto público, equilíbrio orçamentário e não interferência na economia privada. Seu principal assessor econômico, Alan Greenspan, novo *chairman* do CEA, via na inflação a principal ameaça à economia norte-americana, opondo-se taxativamente a qualquer intervenção sobre preços e salários e refratário a propostas seja de elevação de impostos (por recear que terminasse conduzindo à ampliação do tamanho do Estado) seja de cortes de impostos, mesmo no caso de atuarem como geradores de recursos para o investimento privado (por conflitar com a necessidade de equilibrar o orçamento).⁵

A primeira reunião de Ford com seus conselheiros econômicos simplesmente ignorou a possibilidade de um agravamento da recessão: vislumbrava-se um crescimento do desemprego, mas sem ir muito além da taxa de 6% nos próximos doze meses.⁶ Daí resultaram a decisão de deslanchar uma campanha (retórica) contra a inflação, o “inimigo público número um”, tímidas propostas de estímulo à economia (extensão do seguro desemprego, geração de empregos, ajuda à indústria da construção residencial, estímulo fiscal ao investimento) e uma insistente pregação junto ao Congresso em favor da restrição de gastos, praticada até o final de novembro (quando a gravidade da recessão já era explícita).

O aprofundamento ameaçador da recessão, entretanto, obrigaria a administração conservadora a lançar mão do recurso ao criticado *fine tuning* da economia. A opção seguida foi pelo corte de impostos para indivíduos (redução de alíquota e aumento do desconto padrão do imposto de renda) e empresas (redução de alíquota e aumento do crédito fiscal de investimento). A reversão da política fiscal em parte foi imposta pelo congresso, que aprovaria um pacote muito

slowdown, or a recession with moderately high unemployment for a period, to correct it. Of course we had high unemployment then (...). But unwillingness to accept that unemployment for the time necessary to restore price stability and the expectation of price stability was shortsighted. The failure to accept that restraint eventually got us into wage and price controls, which really derailed the economy for many years”. Stein (1983), p.26. O cenário de 1974 ensejou aparentemente o levantamento dessa restrição.

5. Silk (1984), p. 85/87, fornece um breve perfil das posições de Greenspan. A referência à Administração Ford baseia-se sobretudo em Silk (1984), caps. 6 e 9 e Stein (1984), cap.6.

6. Cf. Stein (1984), p. 212/3, que participou da reunião. Ele sugere que, pelo menos em parte, a política restritiva foi “acidental” - “a result of failure to appreciate either the severity of the coming recession or the stringency of the fiscal and monetary position”. (p.214).

mais generoso que o originalmente proposto pela Administração.⁷ O presidente manifestaria sua intenção de vetar propostas de aumento da despesa, salvo nos casos envolvendo segurança nacional e energia. E a preocupação com o equilíbrio orçamentário, agora remetida ao longo prazo, se traduziu na temporariedade explícita conferida às medidas.⁸

A recessão, embora profunda e assustadora, não se desdobraria em depressão graças aos efeitos associados à presença de um Estado de tamanho agigantado comparativamente à situação vigente nos anos 20/30. Assim, independentemente do conservadorismo dos *policy makers* e da presidência e da magnitude e eficácia das ações discricionárias do governo, a recessão tende a engendrar um déficit orçamentário que interrompe o seu aprofundamento (impedindo a materialização dos processos perversos acumulativos da deflação de dívidas e depressão) e induz a recuperação. Em 1975 (ano calendário) a despesa total cresce 20%, sendo mais da metade do incremento devido aos maiores pagamentos de transferências para indivíduos. O déficit orçamentário literalmente explode, ultrapassando a casa dos \$ 70 bilhões. E numa base trimestral (anualizada) o déficit evolui de \$ 8 bilhões no segundo e terceiro trimestres de 1974 para 25 bilhões, \$ 53 bilhões e \$ 102 bilhões nos três trimestres seguintes de aprofundamento e interrupção da recessão.⁹

A reversão de sinal da política fiscal é nítida examinando-se as estimativas de receita e despesa de “pleno emprego”. Em 1974 os dados registram um superávit de \$ 7,8 bilhões (0,5% do PNB), implicando uma variação (contracionista) de \$ 16 bilhões sobre 1973. Em 1975

7. Witte (1985), p.182/187, descreve detalhadamente a proposta oficial e as modificações introduzidas por um Congresso amplamente dominado pelos liberais, corporificadas no Tax Reduction Act de março de 1975. A estimativa de redução da receita da Administração era de \$ 16 bilhões: no final do processo ela era projetada em um nível recorde de \$ 27 bilhões.

8. O caráter temporário da maior parte da redução de impostos teria redundado em um efeito expansivo limitado, de acordo com a hipótese da renda permanente. Para essa linha de análise consultar, por exemplo, Blinder e Deaton (1985).

9. Minsky (1986), cap.2, esclarece os mecanismos de atuação do “big government” - estimulando a renda e o emprego, amortecendo a queda dos fluxos de *cash-flow* e melhorando a liquidez dos portfólios do setor privado - como estabilizador da economia. Com razão ele afirma: “Thus, the truth of the essential Keynesian proposition - that increased government spending and tax cuts, if carried far enough, will halt a precipitous decline of the economy - was conclusively demonstrated in the recession of 1974-75. As a result of the 1975 experience, the issues in economic theory and policy that we should have to face are not about the ability of prodigious government deficit spending to halt even a very sharp recession but about the relative efficiency of specific measures and the side and after effects associated with particular policy strategies”. (21/22)

observa-se um déficit da ordem de \$ 24,2 bilhões (1,4% do PNB), o maior desde 1970 e implicando uma variação de \$ 32 bilhões sobre o ano anterior (um recorde histórico).¹⁰

Em dezembro de 1975 as reduções de impostos seriam prorrogadas por mais seis meses. Contudo, o déficit de “pleno emprego” se reduz, refletindo em parte a insistência de Ford em segurar o crescimento da despesa. A maior parte desse movimento contracionista ocorreu no segundo trimestre de 1976 e contribuiu para refrear o impeto da recuperação. No final de 1976, enquanto se desenrolava a disputa eleitoral, o futuro da recuperação parecia incerto.¹¹ Pior ainda: não obstante a expressiva criação de novos empregos durante a recuperação, a taxa de desemprego exibiu uma lenta redução, contrastando com a experiência histórica do pós-guerra. E até mesmo a inflação, que exibe uma expressiva queda em 1976, permanecia num patamar historicamente elevado (em torno de 6% a.a.).

De uma perspectiva conservadora, porém, tal cenário não merecia maiores reparos. A inflação, vista como o problema central, havia recuado com a economia em crescimento. Este, desde que mantido em ritmo moderado, não recolocaria tão cedo a ameaça da barreira inflacionária. Quanto ao desemprego, ele jogava o seu papel ao ensejar uma moderação das demandas salariais (atenuando a “inflação salarial”), o que já vinha se observando no período.¹² Nesses termos, a atuação contida da gestão Ford sinalizaria a direção correta para o encaminhamento da política econômica.¹³ O eleitorado, entretanto, lhe negaria um segundo mandato, propiciando o retorno dos liberais - keynesianos ao comando da política econômica.

10. Cf. ERP (1978), p.55.

11. Após um vigoroso crescimento no primeiro ano da recuperação, o PNB exibe nítida desaceleração do segundo ao quarto trimestre de 1976, culminando em um crescimento muito reduzido nesse último trimestre. Cf. Bouzas (1984), p.73 e ERP (1978), p.35. Ademais, o índice de indicadores líderes do Departamento de Comércio, comumente usado para prever recessão, registraria queda em agosto/setembro de 1976, amplificando a incerteza quanto à solidez da recuperação. Cf. Moore (1977), p.127.

12. Acerca da incapacidade demonstrada pelos sindicatos de recuperarem durante as negociações salariais de 1975 e 1976 as perdas experimentadas com a inflação, consultar Tabb (1978), p.269/275.

13. Stein (1984), p.214/215, avalia positivamente a combinação “restrição severa” em 1974/ “estímulo limitado” em 1975, observada no período. Sua crítica é dirigida ao caráter *ad-hoc* da política econômica, à incapacidade da administração Ford de firmar princípios identificando uma orientação global de política econômica.

2. A estratégia da política econômica em 1977-1978

A vitória eleitoral de Carter em novembro de 1976, interrompendo um período de oito anos de comando Republicano, reconduziu a posições de influência os economistas associados à corrente keynesiana. O principal conselheiro econômico de Carter durante a campanha eleitoral foi Lawrence Klein. E na montagem de sua equipe de governo a chefia do CEA coube a Charles Schultze, que havia participado anteriormente da Administração Johnson. Outro integrante do Conselho, William Nordhaus, é conhecido por sua associação com Paul Samuelson no preparo de sucessivas reedições de seu influente livro-texto de Economia. A formulação da política econômica de Carter reflete, em sua fase inicial, o ideário desenvolvido pelos economistas da síntese neoclássica durante o pós-guerra e consagrado sob as Administrações Kennedy e Johnson.¹⁴

A falta de firmeza revelada na condução da política econômica, o que se traduziu em freqüentes vacilações durante todo o período, a instabilidade do relacionamento da presidência com a equipe ministerial, a capitulação conservadora ensaiada já no segundo ano de seu mandato e confirmada em 1979, o balanço melancólico de sua gestão - tudo isso motivou diferentes analistas do período a concederem um tratamento despectivo à política econômica de Carter,¹⁵ e, sobretudo, enseja a indagação se Carter efetivamente dispunha de alguma estratégia de política econômica ao chegar à presidência.

14. Evidentemente é uma questão distinta a relação que esse ideário e sua prática têm com o próprio Keynes. Um argumento recente sobre a viabilidade de políticas keynesianas observa: "In Democratic administrations the president's nominal chief economist, the chair of the Council of Economic Advisers, is often loosely Keynesian (Heller, Okun, Schultze, and Tyson fit this description). But 'loosely' is the operative word: the Council remains an outpost for academic positions, and as authentic Keynesians become scarce in high academic positions, the representation of Keynesian views on the Council is declining even under Democrats". Galbraith (1994/95), p. 256. Para uma breve e incisiva apreciação crítica das posições centristas defendidas por Schultze consultar Wolfe e Gold (1979).

15. Silk (1984) a descreve como a procura de uma política econômica "sem dor", executada num "ritmo vacilante" que despertou de imediato desconfiança e alarma nos mercados. Ele também dá seu testemunho de que aparentemente Carter não confiava plenamente nos Ph.Ds. em Economia que nomeara para seu gabinete. Calleo (1982) enxerga um "ciclo anual" na execução da política econômica, tal o seu ritmo vacilante. Moffitt (1984), referindo-se à política do dólar observa a certa altura: "... é difícil imaginar que o Departamento do Tesouro de Jimmy Carter agisse com tanta sofisticação". Mayer (1980) retrata a condução dessa política pelos "incompetentes de Carter".

Durante a campanha eleitoral a manifestação mais explícita de sua proposta de política econômica é feita em discurso divulgado em 22 de abril de 1976.¹⁶ Àquela altura a recuperação da economia norte-americana estava em marcha há cerca de um ano. A opinião corrente entre os analistas econômicos sinalizava a continuidade do crescimento, a despeito de eventuais oscilações em seu ritmo numa base trimestral.¹⁷ Mas o desemprego permanecia num incômodo patamar de 7,5%, uma cifra que ainda não retratava toda a dimensão do problema.¹⁸

Nesse cenário argumentava Carter:

“Ainda que a inflação tenha baixado (...) todavia permanece inaceitavelmente alta. Não devemos ignorá-la posto que é um problema crítico (...). Sem embargo, o maior problema econômico é o alto e inaceitável desemprego”.

E estabelecia como meta a ser perseguida por sua administração:

“Devemos dar a mais alta prioridade a lograr uma firme diminuição do desemprego e a lograr o pleno emprego (...) ao mesmo tempo que se diminui a inflação”.

Como se observa, Carter chegou a postular a busca do pleno emprego, objetivo abdicado pelos keynesianos quando da batalha em torno do *Employment Act* travada em 1946, episódio importante do longo processo de gestação da “coalizão keynesiana”, predominante durante todo o pós-guerra.¹⁹ Mas essa manifestação foi isolada e certamente de conteúdo puramente retórico, devendo ser lida contra o pano de fundo das discussões em torno da lei de pleno emprego introduzida em 1975 pela corrente liberal do partido Democrata com grande apoio na opinião pública. Carter apoiou a lei, substancialmente diluída em relação à versão original, sem

16. Carter (1976). Sua equipe econômica era então capitaneada por Lawrence Klein.

17. Vide U.S. News & World Report, 19.7.76. “A Opinião dos Especialistas: a Economia vai Melhorar nos Próximos Anos”, para uma amostra do otimismo dos economistas; e a entrevista de Lawrence Klein no número de 23.8.76.

18. Carter enfatiza a elevada incidência do desemprego entre os trabalhadores negros, especialmente os jovens, entre os trabalhadores da construção, nas cidades de maior porte, etc. Para um exame crítico das estatísticas (e da realidade) do desemprego consultar Du Boff (1977).

19. Acerca desse tema são proveitosas as análises de Gold (1977) e Wolfe (1981). Este último autor destaca o caráter conservador da aliança e prefere descrevê-la como uma “coalizão do crescimento”.

comprometer-se com qualquer meta quantitativa definida para o pleno emprego.²⁰ Em suas manifestações posteriores, já como presidente e agora tendo como principal assessor econômico Charles Schultze, desaparece a referência ao pleno emprego.

O importante, a meu ver, é a prioridade conferida à redução do desemprego. Na busca desse objetivo propunha-se “adotar um programa fiscal e monetário expansionista no futuro próximo, com algum déficit no orçamento se necessário”. Tal programa não teria qualquer impacto inflacionário tendo em vista as elevadas margens de capacidade ociosa generalizada na economia. Assim, o receituário conservador para o tratamento da inflação é explicitamente rejeitado:

“Há muitas outras soluções economicamente lógicas e humanas para frear a inflação distintas da recessão, do desemprego, das restrições monetárias e das altas taxas de juro (...). Grande parte da inflação que experimentamos não foi provocada pela demanda excessiva e sim pelas desvalorizações do dólar, por fatores externos como o aumento dos preços do petróleo e por aumentos mundiais nos preços dos alimentos e matérias primas. E ademais, os custos de juros e o desmantelamento final do programa de controles em 1974 contribuíram para as altas taxas de inflação”.

A solução alternativa para o problema da inflação consistia no estímulo ao aumento da produção e da produtividade. E para isso contribuiria, dentre outras medidas, uma política monetária redutora de juros, assim favorecendo “a disponibilidade de inversão de capital a custos razoáveis”.²¹ Por outro lado, Carter manifestou desde o início sua oposição a um intervencionismo direto na área de preços e salários, propugnando tão somente controles

20. Trata-se do “Full Employment and Balanced Growth Act” resultante da “Humphrey-Hawkins bill”. Hill (1978) descreve o processo de descaracterização da proposta original e destaca o conservadorismo da equipe de Carter. Essa interpretação é confirmada por matéria da Business Week 20.3.78 dedicada a Stuart Eizenstat, o principal assessor de Carter para a política doméstica.

21. A política monetária nos Estados Unidos é traçada de forma independente pelo Federal Reserve, o que coloca problemas de coordenação para a política econômica. Carter chegou a propor que fosse concedido ao Presidente a faculdade de nomear o *chairman* do Fed com um mandato simultâneo ao seu, possivelmente a sua proposta mais ousada. Sintomaticamente ele não levaria avante a idéia. Conforme observou agudamente Alan Wolfe, num contexto mais geral: “Yet though it is clear that Carter knew what had to be done, it is even clearer that in every significant area of public policy, and especially in economic policy, Carter backed down from a new approach the moment the winds of political controversy began to blow”. Wolfe (1980), p. 135.

potenciais aplicados seletivamente na eventualidade (não descortinada) de se tornarem necessários.²²

Outra meta importante era o equilíbrio orçamentário, perseguido no contexto da estabilização da economia. Vale dizer, enquanto houvesse desemprego e capacidade ociosa a política fiscal deveria ser expansiva, tolerando-se os déficits; uma vez atingido o pleno emprego, a política fiscal deveria colher superávits ou no mínimo equilibrar o orçamento. A expansão firme da economia se tornava um meio para alcançar esse resultado, pois permitiria reduzir os pesados dispêndios compensatórios associados ao desemprego e simultaneamente elevar a base de incidência tributária. Dessa forma, a meta de orçamento equilibrado não implicava em corte dos gastos sociais mais importantes.

É patente a afinidade desse ideário com o praticado durante a década de 60, auge do keynesianismo. Naquela oportunidade, Samuelson era um freqüente crítico da timidez da política econômica de Eisenhower; Kennedy propunha impulsionar o crescimento da economia através de um *policy mix* expansivo; seus conselheiros econômicos elaboraram a idéia de orçamento equilibrado de pleno emprego; a administração Johnson era totalmente refratária à adoção de controles de preços e salários; a expansão da economia era essencial para a realização das metas de expansão dos gastos sociais, dependentes da obtenção de um “dividendo fiscal”; os economistas da síntese neoclássica celebravam as virtudes da teoria e política econômica, dotada da capacidade de estabilizar o capitalismo. Agora, em 1976, evocando aquela experiência, Klein previa a possibilidade de repetição do surto de prosperidade da década de 60 através do uso de políticas governamentais adequadas.²³

Em janeiro de 1978, transcorrido um ano de sua administração, Carter voltaria a explicitar suas “prioridades econômicas para os anos futuros” e as “estratégias para levá-las a

22. Stuart Eizenstat justificaria a opção: “It’s a matter of reality. Business, labor, and the Congress have trouble with incomes policy, so we’re trying to use a voluntary approach to avoid more Draconian measures”. Cf. *Business Week* 20.3.78, p. 122. Esse é outro exemplo que se encaixa perfeitamente na observação de Alan Wolfe citada na nota anterior.

23. Cf. *U.S. News and World Report* 19.7.76. Sobre a visão de Klein naquela conjuntura consultar também Volcker (1992), p. 145/146.

cabo".²⁴ Embora a recuperação da economia estivesse perto de completar três anos, o drama do desemprego prosseguia. E Carter não deixaria de abordar o problema, chamando a atenção para os 6,5 milhões de desempregados, os mais de 3 milhões de trabalhadores em empregos temporários, além de um milhão de pessoas que não mais buscavam emprego (não computadas na estatística oficial de desemprego). E ainda reconhecia francamente a gravidade do problema para determinados estratos da população: taxa de desemprego de 11% no caso dos trabalhadores adultos das minorias (o dobro da taxa correspondente à população branca), cerca de 17% entre os jovens e espantosos 40% entre os jovens negros.²⁵

Assim, um dos objetivos listados por Carter era o de prosseguir rumo a uma economia de alto emprego, assegurando uma firme e continuada redução do desemprego. O crescimento econômico, conjuntamente com um elenco de medidas tópicas visando atacar o desemprego estrutural, permitiria alcançar tal resultado. Carter chega a propor a meta de aceleração do crescimento de 4,5 para 5% ao ano durante o biênio 1978-79, estimando-se que o seu impacto sobre o nível de emprego faria a taxa de desemprego baixar para 5,5 a 6% no final de 1979. Vista em perspectiva, a economia de alto emprego de Carter traduzia um notável encolhimento das ambições: a administração Kennedy, a primeira a quantificar a meta de pleno emprego, fixou-a em 4%, admitindo a possibilidade de taxas ainda menores através das políticas de enfrentamento do desemprego estrutural.²⁶

Outro objetivo contemplado dizia respeito à inflação, que permaneceu durante 1976 e 1977 num mesmo patamar de 6 a 6,5% ao ano.²⁷ Precaver-se contra o risco de uma eventual aceleração à medida que a economia evoluísse rumo ao estado de alto emprego e, ainda,

24. Carter (1978).

25. Estou citando a Mensagem de Carter ao Congresso. O texto do ERP (1978) aponta uma taxa de desemprego de 13,4% entre a população negra, mantida inalterada a despeito da grande expansão do emprego registrada em 1977; e 38,3% no caso dos jovens negros, taxa um pouco maior que a verificada um ano antes. A nível agregado a taxa de desemprego baixou de 7,9% no quarto trimestre de 1976 para 6,4% em dezembro de 1977.

26. Cf. Du Boff (1977). Vide também Hill (1978), que destaca o conservadorismo de Carter diante do desemprego.

27. Na verdade o CPI experimenta uma aceleração no primeiro semestre de 1977, devido ao comportamento dos preços de alimentos (escassez de oferta) e energéticos (forte demanda associada ao inverno rigoroso). O ERP prefere trabalhar com o conceito de "taxa subjacente" de inflação, que exclui tais variações de preços acidentais.

buscar reduzir aquele patamar, herdado do passado recente, eram assumidas como prioridades. A justificativa esgrimida para essa definição de metas estratégicas era a usual:

“A inflação impõe um gravame a todos (...) e particularmente àqueles de recursos econômicos escassos e de renda fixa. (...) Uma maior estabilidade de preços facilitaria planejar o futuro (...). Conseqüentemente, uma baixa inflação aumentaria nossas probabilidades de uma contínua expansão econômica e o retorno a uma economia sem desemprego.”²⁸

Mas a abordagem do problema se afastava inequivocamente do tratamento convencional. Com efeito, a mensagem de Carter constataria:

“Nossa economia não está, agora, sofrendo de uma demanda excessiva. O crescimento monetário nos anos recentes não foi excessivo, os déficits do orçamento federal ocorreram em uma economia de alto nível de desemprego e de excesso de capacidade”.

Para em seguida concluir:

“A experiência recente demonstrou que a inflação (...) não pode ser aliviada com programas que desacelerem o crescimento e mantenham alto o desemprego. (...) A tragédia humana e o desperdício de recursos, associados com programas de desenvolvimento lento, são intoleráveis, e o impacto de tais planos sobre a presente inflação é muito pequeno. Ademais, ao não dar incentivos para aumentar o investimento, o desenvolvimento lento semeia novas sementes de inflação para o futuro quando a economia se encontre em um estado de baixo desemprego. A estagnação econômica não é a resposta à inflação”.

Evidentemente o enfoque para o ataque à inflação, adotado por Carter durante essa fase, era de natureza gradualista. Isso foi reconhecido explicitamente na Mensagem:

“Já que a inflação desenvolveu uma forte intensidade, não pode ser contida imediatamente. Mas podemos lograr uma gradual e contínua desaceleração, baixando o nível inflacionário um pouco a cada ano”.

28. Carter (1978), p.229. Thurow (1988), cap.3, expõe a fragilidade dessa linha de argumentação do pensamento econômico conservador.

Se Carter efetivamente dispunha de uma política anti-inflacionária é uma questão (importante) a ser examinada mais à frente. Aqui o que desejo ressaltar é que durante uma fase de sua Administração a política econômica esteve balizada pelos objetivos de sustentação/aceleração do crescimento econômico e redução do desemprego. A contenção/redução da inflação era contemplada em seu programa, porém sujeita à restrição de não comprometer a consecução daquelas duas metas aqui e agora (e não no longo prazo dos economistas). Dessa perspectiva há uma reorientação da política econômica doméstica em relação ao observado nos últimos anos da gestão Republicana (1974-76).

Isso, entretanto, não implica negar a existência de um acentuado viés conservador impregnando a formulação da política econômica de Carter desde a sua posse. Suas manifestações são inúmeras.²⁹ Aqui caberia destacar, dada a importância que lhe é atribuída no desenho da política macroeconômica, o perfil esboçado para as relações entre Estado e setor privado na marcha em direção à economia de alto emprego.

A expansão econômica (e do emprego) dependeria essencialmente do setor privado, tendo em vista a sua maior eficiência no uso dos recursos e sua capacidade de ampliar o potencial de produção futura (via investimento) e engendrar os desejáveis acréscimos de produtividade (condição de melhoria dos salários reais). Mas a ativação plena do setor privado não ocorreria espontaneamente a partir do jogo das forças de mercado, reservando-se à política fiscal um papel importante. Carter esclarece:

29. "Carter's various Economic Reports of the President were the most conservative documents from a Democrat since Grover Cleveland. In his 1978 message, for example, Carter called for greater tax incentives to cause business to invest in sophisticated equipment, arguing that the Kennedy administration's ten per cent tax credit should be made permanent and be broadened to cover industrial and utility structures. Full employment was specifically rejected in this document, as the president called only for a 'high employment' economy. A Friedmanesque critique of government inefficiency achieved a prominent place, with little word about how economic concentration contributes to private sector waste and suppression of innovation. A balanced budget was held out as nirvana, overturning the 'fiscal revolution in America'. Skipping the title page, one would think, reading this document, that a *laissez-faire* economic theorist had suddenly been elected president of the United States, not a centrist Democrat". Wolfe (1980), p. 142. "In the early 1970s it was popular for right-wing economists to say that everyone had become a Keynesian. More likely, it was the other way around. Milton Friedman has not changed his ideas (...). But the economists of the Democratic center had changed. The self-proclaimed Keynesians moved closer to the free-market conservatives, tilting the consensus to the right." *id.*, p. 143.

“Pretendo depender principalmente do crescimento do setor privado da economia para reduzir o desemprego e elevar salários. Serão necessários, é claro, esforços especiais do governo para enfrentar problemas tais como o desemprego estrutural, porém a redução nos impostos será o principal meio através do qual a política do orçamento federal promoverá o desenvolvimento.”³⁰

A justificativa para essa opção de política fiscal é a seguinte:

“A redução de impostos será necessária para reforçar o poder de compra do consumidor e expandir o mercado. O crescimento estável de mercados, junto com incentivos fiscais às empresas, conduzirão a um maior nível de investimento e produção.”

Ademais, num contexto de expansão econômica com inflação persistente, a manutenção da estrutura nominal do imposto de renda exercia um efeito contencionista, contrário às intenções iniciais da Administração Carter. A elevação das rendas nominais se traduzia em maior carga tributária sobre os indivíduos “como se uma lei aumentando as alíquotas houvesse sido introduzida.” Dessa forma, argumentava-se, “(...) o contínuo incremento nos impostos exercerá um constante freio no crescimento econômico. Portanto, deve ser contrabalançado por meio de reduções de impostos.”

E, ainda, o pífio desempenho dos investimentos despertava preocupações. Uma insatisfatória expansão da capacidade produtiva poderia engendrar, logo adiante, estrangulamentos setoriais capazes de reacender a inflação antes mesmo que a economia de alto emprego fosse atingida. Além do que, o seu efeito negativo sobre os ganhos de produtividade viria reforçar as pressões inflacionárias e obrigar a uma contenção das demandas por melhoria salarial. A expectativa de Carter era de que:

“Minhas propostas sobre impostos e outras reformas motivarão uma maior inversão em várias formas ao promover um crescimento constante de reinvestimento; assegurarão um mercado para novas fábricas e equipamentos. As reduções específicas de impostos para as empresas (...) também incrementarão os lucros depois de pagar os impostos e assim proporcionarão diretamente incentivos para o investimento.”

30. Carter (1978).

Sem essa política fiscal, diria Carter, "as perspectivas a longo prazo de nosso futuro econômico seriam crescentemente mediocres" - sinalizando uma desaceleração da taxa de crescimento econômico para 3,5% em 1979 e a conseqüente interrupção da redução do desemprego.

Ao mesmo tempo em que propunha uma política fiscal expansiva, Carter manifestava preocupação com o comportamento do déficit orçamentário. À medida que a economia se aproximasse do estado de alto emprego a permanência do déficit provocaria (só então) pressão inflacionária e ainda ameaçaria o crescimento pelo seu efeito negativo sobre o investimento privado (i.e., o efeito *crowding out*). Dessa forma, Carter estabelecia como meta equilibrar o orçamento. A rapidez com que essa meta seria alcançada era atrelada à força exibida pela economia (i.e., pelo setor privado). Esta, por sua vez, estaria submetida à influência de dois fatores negativos: o superávit orçamentário dos governos estaduais e locais e o déficit nas transações correntes dos Estados Unidos, ambos com efeito depressivo sobre a demanda agregada. Em vista disso Carter antecipava a eventual necessidade de reduções adicionais de impostos no futuro - "se quisermos manter uma forte expansão econômica mesmo com estes grandes reveses da economia". Sua previsão para o cumprimento da meta de orçamento equilibrado apontava para o ano fiscal 1981 (o último de seu mandato e ocasião da disputa sucessória).

"Ao formular minhas decisões para o orçamento atual, evitei cuidadosamente os atos que tornariam impossível equilibrar o orçamento de 1981. (...) Sem embargo, em uma economia com menor crescimento econômico, equilibrar o orçamento para 1981 seria impossível, aplicando somente a redução de impostos cuja idéia é reduzir o desemprego. Em tais circunstâncias a data para lograr a meta do equilíbrio fiscal teria que ser retardada".

Do lado do gasto público (inclusive transferências) Carter assinala a necessidade de "estritos controles, para assegurar maior eficiência". Nesse sentido, ele defendia a adoção pelo governo de métodos de controle orçamentário utilizados pelo mundo empresarial. E estabelecia como meta (mas sem especificar o ano) reduzir a participação do gasto federal no PNB para 21% (tendo como referência os 22,5% registrados em 1976). Uma economia de alto emprego, em crescimento sustentado, capitaneada pelo setor privado, permitiria conciliar a consecução dessa

meta com a manutenção de níveis adequados de gasto público (sujeito apenas à condição de busca da eficiência).

Tal concepção de política fiscal reproduz no essencial a visão predominante no Partido Democrata desde a presidência Kennedy. Até então, ainda ecoando a experiência vivida durante o New Deal e o papel representado pelo Partido enquanto canal de mobilização de uma pluralidade de interesses (sindicatos, minorias, pequenos proprietários, etc.), havia controvérsia em torno do programa, com posições importantes de defesa de uma orientação redistributivista, apoiada em uma ampliação do gasto público (distinto do keynesianismo/liberalismo militarista), e reformista (especialmente na área tributária, visando eliminar as brechas que favoreciam a evasão fiscal pelos grandes contribuintes), aliada a forte oposição à concessão de reduções de impostos. Com Kennedy e seu notável grupo de economistas keynesianos³¹ aquele amálgama de interesses perde força, o que, tendo em vista o imperativo político de conquistar a confiança empresarial e assim diminuir a oposição conservadora (presente no Congresso), levou ao triunfo das posições centristas (e tecnocráticas) na condução da política econômica. As medidas de reduções de impostos, pedra de toque da “nova economia” durante as gestões de Kennedy e Johnson, refletem esse movimento de conservantização.³²

Não estou me referindo, no momento, à questão da eficácia dessa política (bem sucedida nos anos 60, fracassada nos anos 70), mas sim ao seu conteúdo político, tendo como pano de fundo o debate político-econômico e o entrechoque das pressões oriundas de interesses

31. “The authors of these 1961 and 1962 reports were all (...) exponents of the synthesis of Keynesian and neoclassical economics developed over the previous fifteen years. American economists, notably Samuelson, played leading roles in this intellectual development. By 1961 it was becoming the mainstream of macroeconomics. The Council sought to set forth its principles and to apply them to the United States of the 1960s, in language accessible not just to economists but to all earnest readers”. Solow e Tobin (1988), p. 5.

32. “Decisions like the tax cut and the investment tax credit were not the product of Kennedy’s personal political attitudes toward business but grew out of the political pattern that had been established by the rise of the growth coalition. Republicans, as it turned out, did not need to be as solicitous of business support as Democrats. Because the conservative wing of the growth network does not offer general promises of an expansion of the welfare state and campaigns against inflation, it need not rely on economic growth to expand the public budget (the fiscal dividend, as Walter Heller would call it). But the liberal growth advocates, lacking tools to manage the economy because of the compromises they made to come to power, are in desperate need of economic growth and therefore have to mortgage their future to business confidence. The economists upon whom Kennedy relied for advice, Keynesian in their self image, had no choice but to advocate policies counter to some of Keynes’ more cherished ideas in order to remain in power.” Wolfe (1981), cap. III. Consultar também, sobre esse ponto, Franklin e Wolfe (1983).

variados presentes na sociedade. A proposta da gestão Carter, nesses termos, assinala uma inflexão do movimento da política econômica. Não se deve perder de vista, porém, que ela sintetizou uma tentativa de retorno ao keynesianismo³³ e ao mesmo tempo uma opção conservadora. É possível que o seu keynesianismo tenha sido demasiadamente tímido *vis a vis* à deslumbrante experiência dos anos 60; é certo que o seu conservadorismo representou a plena maturação daquele movimento que emergiu com Kennedy.³⁴

Por fim, um outro aspecto fundamental do programa de Carter, que não pode ser ignorado, diz respeito a sua abordagem da economia internacional. Há que se recordar o caráter mundial da crise econômica vivida pelo capitalismo durante a década de 70. O movimento de recuperação, então em andamento, além de incerto e vacilante, manifestava uma clara assimetria, especialmente um atraso europeu (sobretudo alemão) em acompanhar o ritmo da economia norte-americana. Mantida essa situação, os desequilíbrios de pagamentos internacionais suscitados pelo choque do petróleo tenderiam a se perpetuar, agravando-se no caso dos Estados Unidos. A sobreveniência de vultosos déficits em conta corrente reduziria a eficácia da política fiscal expansiva, no limite a impediria. A resposta dos conselheiros de Carter foi a teoria da locomotiva, a proposta de que Alemanha e Japão também se engajassem em programas expansivos a nível doméstico, dando sustentação à retomada do crescimento e trazendo para uma zona administrável os eventuais desequilíbrios externos. Tal estratégia de ação coordenada dos governos das economias líderes foi formulada ainda em 1976³⁵; ganharia um sentido de urgência à medida que a

33. O que para os economistas conservadores é algo evidente. Vide, por exemplo, a caracterização feita por Stein (1984), p. 216.

34. É eloquente a respeito a trajetória seguida por Stuart Eizenstat, o principal conselheiro de Carter para assuntos domésticos, descrita em matéria da *Business Week* 20.03.78, p.120 e ss.

35. Uma reunião na Brookings Institution em novembro de 1976 emitiria um documento assinado por 16 economistas da Europa, Japão e Estados Unidos, com a recomendação: "Germany, Japan, and the United States should now adopt domestic economic policies geared to stimulating economic activity. Stronger economic expansion in the three countries, each of which has recently experienced a lull, need not intensify inflation problems, but should reduce domestic unemployment and provide benefits to other countries, both developed and developing." Citado in Putnam e Bayne (1984) p.68. Vide também Volcker (1992) p.146, que destaca a influência de Lawrence Klein e resume sua proposta: "Klein endorsed domestic fiscal stimulus to counteract high unemployment lingering from the last recession. He also pointed to growing international imbalances that were helping to destabilize exchange rates. His solution was straightforward: To maximize success and avoid a massive imbalance in an already growing American trade deficit, the surplus countries should be persuaded to expand their economies, particularly the powerful potential 'locomotives' of Japan and Germany, as they were cast in this strategy."

recuperação, no conjunto da OCDE e mesmo no interior dos Estados Unidos, experimentasse sinais de recaída no final desse ano; e, o que é mais importante, seria efetivamente perseguida pelo governo norte-americano durante o período 1977-78, dando a tônica dos encontros do G-7 (Summits) em Londres e Bonn.

O seu entrelaçamento com o caráter keynesiano (expansionista) do programa de Carter é o aspecto aqui destacado uma vez que o foco de minha análise é a política econômica. O seu significado, porém, transcendia esse aspecto. Com efeito, a estratégia de política econômica internacional de Carter refletia sua associação com a Comissão Trilateral, defensora dos ideais de uma economia mundial aberta emanados do grande capital transnacional. A Trilateral, fundada em 1973 sob a liderança de David Rockefeller na esteira da desordem e de fortes temores acerca da permanência daqueles ideais, suscitados pela agressiva política nacionalista e protecionista de Nixon a partir de 1971, contava entre seus membros com o próprio Carter (e seu vice Mondale) e vários economistas vinculados à Brookings Institution, o influente *think tank* liberal e internacionalista. Os principais postos dos Departamentos de Estado, da Defesa e do Tesouro seriam ocupados por trilateralistas durante a Administração Carter, com destaque para Michael Blumenthal, seu Secretário do Tesouro até a reforma de 1979.³⁶

Ainda durante a campanha eleitoral Carter falaria em sua meta de buscar sociedade entre os Estados Unidos, a Europa Ocidental e o Japão na formação de uma nova ordem internacional. Em janeiro de 1977 o vice Mondale, emissário de Carter em viagem à Europa e Japão, enfatizaria a prioridade conferida pela nova Administração à “aliança trilateral” como norte de sua política externa (diferentemente do enfoque anterior de Kissinger voltado para o equilíbrio entre as superpotências). E em janeiro de 1978, em sua Mensagem ao Congresso, Carter reiteraria esse enfoque, advertindo:

36. Comentando os obstáculos políticos à adoção de políticas keynesianas, James K. Galbraith observa: “By long tradition, the Treasury secretary represents Wall Street: no Keynesian economist has ever held that post.” op. cit., p.255. A observação aplica-se com perfeição no caso de Blumenthal: principal executivo da Bendix Corporation de 1967 a 1977, integrante do exclusivo e semi-secreto grupo de Bilderberg e trilateralista de primeira hora. Sobre a Trilateral e suas ligações com a Administração Carter consultar Frieden (1977) e diversos artigos publicados em Assmann (ed.) (1978).

“Se não logramos trabalhar em conjunto, perderemos os progressos no nível de vida que surgiam do comércio mundial durante as três últimas décadas. Se a economia mundial se converte em uma coleção de nações isoladas e débeis, perderemos todos.”

Nesse sentido, diria Carter:

“A primeira prioridade de nossa política econômica internacional é continuar a recuperação econômica no mundo industrial. O crescimento da economia norte-americana (...) é de vital importância. (...) É importante que outras nações fortes se unam a nós para tomar ações diretas com o fim de estimular a demanda em seus próprios países. A recuperação mundial não pode produzir-se se as nações confiam somente em suas exportações para sua expansão econômica.”³⁷

Nesse documento Carter explicitaria seu compromisso com os ideais de uma economia internacional aberta - “pedra angular” de sua política econômica internacional -, exprimindo o tradicional argumento:

“Um sistema de comércio aberto aumenta nossas rendas reais, fortalece a competição em nossos mercados e contribui para combater a inflação. Estados Unidos resistirá de maneira firme às demandas de proteção que se desenvolvem inevitavelmente quando a economia mundial padece de alto nível de desemprego. O conseqüente declínio do comércio mundial agravaria nosso problema de inflação, criaria ineficiências nas empresas norte-americanas e resultaria em menos postos de trabalho para os trabalhadores norte-americanos.”³⁸

37. Carter (1978), p.242/243.

38. Idem, p.244. Alan Wolfe observa acerca da opção internacionalista adotada no pós-guerra: “Free trade, since World War II, has been for the Democratic centrists an alternative to the restructuring of the world economy. Having chosen not to bring about growth as Keynes and White advocated - through social justice and income redistribution - but also unwilling to sacrifice growth completely, an emphasis on the benefits that accrue from capital mobility became the solution. Indeed, once more far-reaching reforms are rejected, then it does seem that growth can occur only when the most efficient producers of a commodity are free to sell wherever they can find buyers.” Wolfe (1980), p.151.

3. A execução da política econômica

Assumindo a presidência, tendo como pano de fundo um desempenho bastante vagaroso da economia no final de 1976, Carter lançaria imediatamente um pacote de estímulo fiscal. O objetivo declarado era o de assegurar um ritmo de crescimento em 1977 e 1978 suficiente para a obtenção de reduções significativas na taxa de desemprego e nos níveis de capacidade ociosa das empresas. Originalmente o pacote compreendia um conjunto de medidas, nas áreas do imposto de renda e de programas de gasto público, com uma previsão de impacto orçamentário estimada em torno de US\$ 31 bilhões, distribuídos aproximadamente por igual nos anos de 1977 e 1978.³⁹

A medida mais importante consistia na proposta de concessão de uma redução (*one-time rebate*) da ordem de US\$ 50 no imposto de renda dos indivíduos relativo a 1976, incluindo a realização de um pagamento, também de US\$ 50, para aposentados e pensionistas. Ela sozinha implicaria um impacto fiscal estimado em US\$ 11,4 bilhões, concentrado no segundo trimestre de 1977. Note-se que a opção contemplada pela Administração Carter era em favor de uma redução temporária de impostos, reveladora de seu caráter emergencial. A ela se adicionava, numa linha reformista que viria a ser aprofundada um pouco mais à frente, a proposta de elevação no desconto padrão permitido aos indivíduos no cálculo do imposto de renda, o que resultaria em um efeito fiscal de US\$ 1,5 bilhão em 1977 e até US\$ 4 bilhões ao ano futuramente. As empresas eram contempladas com a ampliação do mecanismo de crédito fiscal de investimento: a proposta estabelecia a alternativa de escolha entre o uso do mecanismo já existente, acrescido de 2%, (assim passando para 12 %), e um novo crédito fiscal calculado sobre o montante da contribuição do empregador à previdência, definido em 4 %. Essa medida suscitaria uma redução de impostos de US\$ 900 milhões em 1977, com previsão de alcançar até US\$ 2,5 bilhões quando plenamente efetiva. As demais medidas se referiam a propostas de ampliação de diversos programas de obras e empregos públicos e de transferências para governos estaduais e locais. Por exemplo, os empregos

39. Os jornalistas econômicos não deixariam escapar os indícios de improvisação e falta de comando na elaboração do pacote. Enquanto a magnitude estimada do estímulo fiscal parecia desvinculada de uma avaliação técnica cuidadosa. Vide Silk (1984), p. 136-138. A meu ver tais circunstâncias, ainda que verídicas, têm uma importância menor para a caracterização do movimento da política econômica.

patrocinados pelo CETA (Comprehensive Employment and Training Act) deveriam ultrapassar os 750.000 até meados de 1978. A importância destas medidas, de estímulo direto, seria comparativamente menor em 1977 e de maior alcance em 1978 (quando o *rebate* do imposto de renda deixaria de operar).⁴⁰

Entretanto, embora o programa fiscal de Carter demonstrasse sintonia com as demandas de setores influentes - por exemplo, a Business Roundtable, liderada pelo *chairman* da General Electric Co., pleiteava um estímulo fiscal de US\$ 23 bilhões concentrado no ano de 1977; e ganhava força a campanha empresarial pró-redução de impostos como mecanismo de reativação dos investimentos -, a sua parte tributária esbarraria em notável dificuldade de articulação com o Congresso. Este, mesmo contando com uma maioria Democrata, manteria a sua linha de atuação independente, sinalizando a rejeição das propostas de redução temporária do imposto de renda individual e de ampliação do crédito fiscal de investimento, alteração da reformulação do desconto padrão, prorrogação de alguns estímulos contemplados na lei tributária introduzida em 1976 e ainda a criação de um novo mecanismo de crédito fiscal para as empresas (e que não contava com a simpatia do Executivo). Antecipando uma provável derrota quando da votação final pelo Senado, Carter optaria por retirar a proposta do *rebate* e solicitar ao Congresso que também recuasse em seu intento de criar novo incentivo fiscal para as empresas - argumentando que, agora, com a recuperação em andamento há dois anos, não mais eram necessários. Ele não lograria, porém, evitar a derrota, terminando por sancionar em meados de maio a lei costurada pelo Congresso - o *Tax Reduction and Simplification Act*.⁴¹

Com essa lei de redução de impostos a alteração promovida no desconto padrão do imposto de renda era bem mais significativa, diversas reduções do imposto de renda de indivíduos

40. A expectativa quanto ao funcionamento dessas medidas era a seguinte: "The rebate would add immediately to consumer income and therefore allow the stimulus to take effect quickly. The other tax cuts, together with the expansion of CETA jobs, State and local fiscal assistance, and public works, would take effect more gradually, spreading across the last half of 1977 and into 1978. The increases in spending were designed to phase down as unemployment declined; and permanent tax reductions were held to a minimum (...)." ERP (1978), p. 51. Vide também Silk (1984) para uma descrição do pacote de estímulo fiscal.

41. Witte (1985), p. 199-203, reconstitui todo o processo de discussão das propostas de mudança da legislação tributária pelo Congresso. Incidentalmente, cabe notar que uma proposta alternativa, de redução permanente do imposto de renda, colocada pelos Republicanos, embora derrotada contou com expressivo apoio (194 votos, incluindo 39 provenientes de Democratas sulistas).

e empresas estabelecidas nas leis aprovadas em 1975 e 1976 eram estendidas até o final de 1978 e introduzia-se uma novidade - o crédito fiscal de novos empregos.⁴² O seu impacto orçamentário no ano de 1977 era projetado em US\$ 4,9 bilhões. Mesmo acrescentando-se os efeitos dos programas de obras e empregos públicos, os quais foram basicamente aprovados, é inegável que o expansionismo fiscal da gestão Carter foi sumamente limitado em 1977 - sobretudo se comparado ao experimento observado em 1975.

Contudo, se a iniciativa de maior publicidade e mais clara vinculação com o programa da nova Administração encontrou esse desfecho, tal não impediu que através da execução orçamentária a política fiscal exibisse uma orientação ativa. É necessário atentar para o movimento da conjuntura observado em 1977.

Assim, após exibir vigorosa expansão no início do ano, impulsionada pela forte acumulação de estoques e pelo comportamento das despesas de consumo e investimento, a economia norte-americana se defrontaria com uma sensível desaceleração em meados do ano. De fato, a taxa de crescimento do produto industrial se reduz à metade durante o período maio a setembro, acompanhado de uma quase paralisação no ritmo de criação de novos empregos.⁴³ Enquanto o gasto privado perdia impeto, o gasto público era intensificado, particularmente no segundo e terceiro trimestres do ano, com destaque para o agregado "compras de bens e serviços" que, após ter se mantido estagnado desde o piso da recessão de 1974-75, teve um crescimento real de 7,2 % no ano de 1977. O *fine tuning* fiscal praticado durante 1977 é mais claramente evidenciado pelo comportamento do orçamento de pleno emprego: após um movimento contracionista no primeiro trimestre, redundando num déficit de apenas 0,1 % do PNB, observa-se um substancial crescimento do déficit no segundo e terceiro trimestres (quando atinge 1,4 % do PNB), permanecendo relativamente estável no último trimestre (de forma que o resultado global do ano praticamente não difere do correspondente a 1976: um déficit em torno de 1,0% do PNB). Dessa forma, creio ser possível afirmar que a orientação imprimida à política fiscal em 1977

42. Trata-se do "New Jobs Tax Credit" - um crédito fiscal, com teto definido (US\$ 100.000), calculado sobre a variação incremental do emprego a partir do momento em que o crescimento da folha de salários da firma excedesse 2 %, com validade para os anos de 1977 e 1978.

43. Considerando-se o indicador total de horas trabalhadas nos estabelecimentos não-agrícolas. Note-se que no ano como um todo foi registrada a criação de um número superior a 4 milhões de novos empregos.

refletiu efetivamente a percepção de que a recuperação ainda não estava consolidada, requerendo o apoio firme da política econômica.⁴⁴

Consolidados os números descritivos do desempenho da economia em 1977, constatou-se a continuidade da recuperação (crescimento do PNB da ordem de 4,9 %) e uma significativa redução da taxa de desemprego (encerrando o ano em 6,4 %). Evidentemente a economia tem uma dinâmica própria, a qual é determinante. O estado da confiança empresarial, contendo as decisões de investir, as oscilações de curto prazo da economia e as expectativas pessimistas que despertam, as dificuldades de articulação política e as hesitações dos *policy-makers* restringindo o alcance final das intenções político-econômicas, tudo isso parece incapaz de abortar imediatamente um movimento de recuperação. Mas não há porquê negar que a política econômica, embora ficando aquém de suas intenções iniciais e mais ainda em relação a uma possível agenda alternativa mais agressiva, jogou o seu papel.⁴⁵

Em janeiro de 1978 o CEA descortinava um cenário de continuidade da recuperação, em parte sustentada ainda nos efeitos gerados pelo pacote de estímulo fiscal aprovado no ano anterior. De fato, o impacto orçamentário previsto era inclusive maior em 1978, sendo estimado em US\$ 16,9 bilhões (US\$ 9,9 bilhões atribuídos às reduções de impostos e US\$ 7,0 bilhões aos programas de despesa). Entretanto, o CEA manifestava dúvida quanto à capacidade do setor privado, atuando sozinho, lograr conduzir a economia até o estado de alto emprego (i.e., sustentar o crescimento acelerado ainda por vários anos).⁴⁶ Além disso, o

44. O que também se depreende da teoria da política fiscal assumida pelo CEA: "When the economy is recovering from recession, investment tends to be restrained by both current and past levels of excess capacity, and a more stimulative fiscal policy is necessary to raise capacity utilization. As private demand gains momentum and the economy approaches high employment, the high employment Federal budget should move closer toward, or into, balance to make room for accelerating private investment." ERP (1978), p. 56.

45. Como observa Tobin: "Good luck contributed mightily to these favorable results, but Carter's 1977 fiscal stimuli, including direct job creation, deserve credit too." Tobin (1978), p. 19.

46. As razões apontadas incluem uma tendência esperada de estabilização da taxa de poupança em torno de sua média histórica recente, após uma fase de declínio que impulsionou a recuperação via despesas de consumo; uma provável alta das taxas de juros durante 1978 diminuindo o vigor do *boom* experimentado pela construção residencial (outro pilar da recuperação); indícios de que o investimento prosseguiria exibindo um comportamento insatisfatório; a continuidade dos déficits da conta corrente e, ainda, de superávits (expressivos) nos orçamentos de governos estaduais e locais. Vide ERP (1978), p. 73/74. Certamente o desempenho do investimento era o fator chave, como assinalado por Tobin: "Private nonresidential investment has been, quarter after quarter, the big disappointment of the recovery. Expansion has been too slow to eliminate the overhang of excess capacity. Business confidence in the strength and durability of the

crescimento da renda nominal, elevando a arrecadação, e o esgotamento dos efeitos do pacote fiscal de 1977 tenderiam a tornar restritiva a ação rotineira da política fiscal (i.e., engendrariam um indesejável *fiscal drag*). Assim, o CEA projetava uma redução do ritmo de crescimento já para o final do ano ou para o início de 1979. Motivo pelo qual um novo programa de estímulo fiscal é desenhado para entrar em operação no final do ano (tendo-se em conta o tempo necessário para sua negociação junto ao Congresso).

Tal programa consistiu essencialmente da proposta de redução de impostos para indivíduos e empresas, agora numa base permanente. A introdução de alterações no esquema de deduções permitidas ao contribuinte no cálculo de sua renda tributável (desenhadas de forma a aumentar a progressividade do sistema) e uma redução uniforme de 2% em todas as alíquotas marginais, resultaria em um estímulo fiscal projetado em US\$ 16,8 bilhões para o ano de 1979. No caso do imposto sobre os lucros empresariais, a principal proposta era de redução da alíquota de 48 para 44 por cento (incidente sobre o montante de lucros acima de US\$ 50.000). Além disso, reforçava-se o mecanismo do crédito fiscal de investimento: tornando permanente a alíquota de 10% (ao invés de retornar para 7% em 1981, como se previa), ampliando o seu limite de 50 para 90 por cento do imposto devido e ainda alargando a sua abrangência para incluir investimentos em estruturas industriais e de utilidade pública. Essas medidas acarretariam uma redução de impostos em 1979 estimada em US\$ 5,7 bilhões. Adicionando-se a proposta de redução de alguns impostos específicos (de incidência indireta e sobre a folha de pagamentos) o estímulo fiscal do pacote tributário se aproximaria de US\$ 25 bilhões em 1979.

A sua repercussão sobre a economia operaria da seguinte forma: a redução do imposto de renda individual, ampliando a renda disponível, sustentaria o crescimento real das despesas de consumo já no final de 1978 e durante 1979. Isso deveria influenciar positivamente as expectativas empresariais, com maior força à medida que as margens de capacidade ociosa fossem se reduzindo. Paralelamente o corte do imposto de renda sobre os lucros das empresas ensejaria um incremento dos fluxos de *cash-flow*, elevando o grau de auto-financiamento, enquanto a

recovery has been too weak to inspire long-term capital commitments. As equity prices have dramatically indicated, the cost of capital funds has been high relative to business estimates of future rates of return on investments." Op. cit. p.20.

liberalização do crédito fiscal de investimento permitiria uma diminuição do custo do novo investimento. Por fim, o pacote tributário implicaria em um aumento de US\$ 5 bilhões no déficit de pleno emprego entre os anos de 1977 e 1979, ajudando assim a impulsionar a economia. Dessa forma esperava-se obter um crescimento do produto da ordem de 4,5 a 5% em 1978 e 1979, acompanhado de uma contínua redução da taxa de desemprego (projetada em 5,5 a 6% em dezembro de 1979).

Embora o estímulo da economia fosse o alvo principal, o pacote tributário também incorporava uma dimensão reformista. Basicamente, uma série de sugestões de mudanças da legislação, visando ampliar a base de incidência do imposto de renda, tanto individual quanto empresarial, as quais reforçariam a arrecadação de receita permitindo a redução de alíquotas.⁴⁷ No seu conjunto o pacote tributário beneficiaria mais fortemente os estratos inferiores de renda, elevando a progressividade do sistema.

Se a Administração Carter efetivamente almejava a reforma do sistema tributário (assim resgatando a tradição do liberalismo norte-americano) é uma questão em aberto; o seu empenho nesse sentido não parece ter sido muito grande. O Congresso, desde o início refratário à idéia de reforma (mas não à de redução da carga tributária), terminou aprovando uma lei (Revenue Act, de outubro de 1978) cujas modificações estruturais implicavam perda de receita e beneficiando mais fortemente, através da redução de impostos, os contribuintes de renda média e alta. Sintomaticamente, em 1978 eclodia a *tax revolt*, simbolizada pela aprovação da Proposição 13, que reduziu os impostos sobre a propriedade no Estado da Califórnia. E embora derrotada em sucessivas votações, ganhava apoio expressivo a proposta *Kemp-Roth* de redução linear de 30 por cento no imposto de renda individual, defraudando a bandeira da *supply-side economics*. Igualmente intensa era a pressão pró alívio fiscal como incentivo necessário à formação de capital.⁴⁸

47. As medidas incluíam a eliminação ou redução de várias deduções permitidas no cálculo da renda tributável e de vários mecanismos usados para escapar da taxação ("tax shelter") ou obter um tratamento preferencial (ganhos de capital). Para uma descrição detalhada vide ERP (1978), p. 216/221. Os dados do estímulo fiscal, indicados acima, são números líquidos.

48. "Business spokesmen have been able to argue successfully that permanent corporate tax cuts, liberalized investment tax credits, and the abandonment of plans for serious tax reform are essential to revive their confidence and their investment." Tobin (1978), p. 20. Witte (1985), p. 204/217, faz um relato detalhado da

O Revenue Act de 1978, embora sinalizando a orientação de política fiscal que futuramente imprimiria uma característica distintiva à primeira Administração Reagan, não deixou de atender ao objetivo principal da equipe de Carter. Com efeito, o alívio fiscal propiciado no ano de 1979 alcançou a cifra de US\$ 18,9 bilhões, sendo US\$ 6,5 bilhões correspondentes à redução de impostos sobre os lucros.⁴⁹ E conforme já se observou a Administração Carter perseguia essencialmente a meta de crescimento acelerado liderado pelo setor privado, cujo dinamismo resultaria do estímulo suscitado pelos incentivos tributários, rejeitando a opção de ampliação do gasto federal ao estilo do projeto Grande Sociedade do período de Johnson (avaliado criticamente pelo centro Democrata). Ironicamente, porém, no decurso de 1978 e de forma cabal a partir do pacote de sustentação do dólar lançado em novembro, a orientação da política econômica muda completamente. E no lugar do crescimento acelerado em 1979 o que se verificou foi uma economia beirando a estagnação. Nesse quadro a funcionalidade dos cortes de impostos acabou se reduzindo à necessidade de compensar o efeito da inflação sobre a incidência do imposto de renda.⁵⁰

Na verdade, a despeito da retórica expansionista exibida por Carter ainda em janeiro de 1978, já no primeiro semestre do ano a execução da política fiscal sinaliza um movimento em direção contrária. Assim, o déficit de pleno emprego registra uma sensível diminuição, passando de -1,5% do PNB na segunda metade de 1977 para - 0,3% em idêntico período de 1978.⁵¹ Desta vez, entretanto, a reversão da política fiscal não teria um caráter

gestação do Revenue Act de 1978, mostrando como ela traduziu "a complete renunciation of the Carter tax proposals and any notion of tax reform". (p.213) Witte destaca o papel da inflação como fator gerador de um amplo consenso pró redução do imposto de renda individual.

49. ERP (1980), p. 49/50.

50. Esse efeito é evidente no caso do imposto de renda individual num contexto de não indexação das faixas de renda. Mas ele também se verifica no caso do imposto de renda das empresas em função das margens de depreciação permitidas serem calculadas com base no custo histórico (e não no custo de substituição). O esperado estímulo ao investimento acabou não ocorrendo: o crescimento real do investimento fixo não-residencial foi de 10,5% em 1978 (com destaque para o item estruturas, beneficiado pela extensão do crédito fiscal de investimento), retraindo-se para 1,7% em 1979 (devido à forte queda registrada pelo item veículos). O ERP (1980), p. 44/45 e p. 136/147, fornece uma análise detalhada do comportamento dos investimentos.

51. ERP (1980) p. 50. O que levaria um economista liberal fora do governo a avaliar criticamente: "Regretfully I must agree with Alan Greenspan that if one looks simply at what exists there is little, if any, difference between Carter and Ford macroeconomic policies. (...) Thus the Carter Administration moved to much tighter fiscal policies than it inherited from the Ford administration (...)." Thurow, (1978), p. 23.

episódico, aprofundando-se durante o ano de 1979. Um forte movimento especulativo contra o dólar e a aceleração inflacionária, iniciada em 1978 e agravada em 1979 com o segundo choque do petróleo, levariam ao abandono do programa liberal keynesiano. Este, sem dúvida, em nenhum momento logrou uma plena e firme aplicação, motivando as críticas de economistas adeptos do mesmo ideário.⁵² Mas é inegável que houve um período durante o qual, quaisquer que tenham sido as efetivas preocupações com a inflação (ou o desequilíbrio externo), rejeitou-se a opção ortodoxa da austeridade. E a observação da política econômica internacional de Carter apenas reforça essa conclusão.

----- X ----- X -----

Na economia internacional a Administração Carter efetivamente perseguiu durante 1977 e 1978 a meta de uma ação coordenada com a Alemanha e o Japão, centrada em programas fiscais de cunho expansivo. Com isso pretendia-se obter, se não um *export-led growth*, ao menos uma redução substantiva do desequilíbrio comercial, assim dando maior consistência ao programa de estímulo doméstico, neutralizando eventuais demandas protecionistas e assegurando uma relativa estabilidade do dólar. Não há indicações de que a estratégia delineada contemplasse desde o início o objetivo de um novo ciclo de realinhamento cambial. Ao contrário, as pressões exercidas sobre os aliados para que aceitassem engajar-se na aplicação de políticas de crescimento foram imediatas e constantes, estendendo-se desde a missão internacional realizada pelo vice Mondale em janeiro até a reunião de cúpula de Londres em maio.⁵³

Enquanto a Inglaterra, submetida a um programa de austeridade desde novembro de 1976 em função da crise da libra, era uma defensora ansiosa da estratégia da locomotiva, a

52. Tobin critica a atenção prioritária concedida por Carter ao tema energia, em detrimento das questões macroeconômicas, afirmando: "In macroeconomic policy he and his administration have appeared irresolute, expedient, and shortsighted even when the strategy was in fact coherent and sensible." Tobin, (1978), p. 22.

53. Testemunhando perante o Comitê de Bancos e Finanças do Congresso na sessão de 2 de fevereiro de 1977, o Secretário do Tesouro Blumenthal afirmaria: "By adopting this stimulus program, the United States will be asserting leadership and providing a better international economic climate. We will then ask the stronger

Alemanha manifestava uma firme resistência. Desconfiança quanto à sua eficácia, baseada na percepção de que o desemprego era estrutural exigindo um ajuste do lado da oferta, e temor do risco de aceleração inflacionária nela contido eram os argumentos invocados pelos alemães.⁵⁴ O Japão, por seu turno, após a implementação de uma severa política deflacionária em 1974-75, já vinha esboçando timidamente uma reorientação de sua política fiscal, insuficiente porém para alterar o padrão extrovertido de seu crescimento em 1976.

As incertezas que acompanharam o movimento de recuperação das economias americana e internacional eram reforçadas pela emergência quase instantânea de fortes desequilíbrios de pagamentos entre as três economias líderes. Assim, o saldo da conta corrente dos Estados Unidos registra uma dramática deterioração, passando de um superávit recorde da ordem de US\$ 18 bilhões em 1975 e de US\$ 4,4 bilhões em 1976 para um déficit de quase US\$ 15 bilhões em 1977; enquanto o déficit comercial saltava de US\$ 5,7 bilhões em 1976 para US\$ 26,5 bilhões em 1977. Em contraste, o Japão praticamente triplicava o seu superávit em conta corrente (US\$ 3,7 bilhões em 1976, US\$ 10,9 bilhões em 1977), destacando-se os superávits comerciais alcançados com os Estados Unidos (US\$ 5,4 bilhões em 1976, US\$ 8 bilhões em 1977). Por sua vez, a Alemanha exibia superávits da conta corrente de US\$ 3,9 bilhões em 1976 e US\$ 4,2 bilhões em 1977, cinco vezes superiores à média registrada no período 1960-1972, erguendo uma barreira insuperável à reativação consistente das economias européias.⁵⁵

Carter desencadeia na primeira fase de seu mandato uma intensa ação de “diplomacia macroeconômica” com a Alemanha e o Japão, visando, no dizer de Blumenthal,

countries abroad to follow suit. This program itself implicitly calls on them to undertake stimulus efforts of proportionately similar amounts to ours.” Citado in Putnam & Bayne. (1984). p. 69.

54. Silk entrevistou o chanceler alemão Helmut Schmidt ainda em janeiro, antes da viagem de Mondale. Na ocasião ele teria declarado: “... the time for Keynesian ideas is past, because the main problem is inflation”. Silk (1984). p. 139. Posteriormente, em setembro de 1979, quando a inflexão conservadora ganhava ímpeto, Schmidt reiteraria o argumento: “We were also the first to understand that you cannot cure the world’s economic structural crisis by printing money. We’ll not give up our conviction in that field. (...) No, we will not accept wrongly-so-called Keynesian recipes for a totally non-Keynesian situation.” E ainda observaria de forma cáustica: “I think that this ridiculous little ‘locomotive theory’ has withered away now. And correctly so.” Entrevista in *The Economist* september 29, 1979, p. 47-50.
55. Parboni (1980), cap. 4, mostra como as economias européias tinham seu crescimento amarrado ao desempenho da economia alemã. Qualquer tentativa isolada de expansão colocava o risco de um déficit externo insustentável. Em contraste, uma expansão da economia alemã se propagava com força às demais. Nesse sentido, o lento crescimento e o superávit corrente alemão condenavam o bloco europeu à estagnação.

alinhar os *global fundamentals*.⁵⁶ Enquanto a resposta de Schmidt foi indisfarçavelmente fria, em alguns momentos despectiva, recusando firmemente a receita americana de *sound economic policy*, Fukuda mostrou-se sempre receptivo à linha de argumentação centrada na teoria da locomotiva, acenando com um orçamento para o ano-fiscal de 1977 que resultaria na eliminação (não confirmada) do superávit da conta corrente.⁵⁷ Os objetivos perseguidos pela “diplomacia macroeconômica”, porém, demandariam um longo tempo de maturação e a avaliação de seus resultados e da própria estratégia (i.e., a coordenação de políticas macroeconômicas nacionais) é tema de controvérsia.⁵⁸

O poder de barganha dos Estados Unidos nas negociações em torno dessa questão central seria afetado negativamente pela surpreendente decisão de Carter de limitar o seu programa expansivo doméstico retirando a proposta de *rebate* do imposto de renda individual. Esse recuo parecia dar razão às preocupações de Schmidt acerca do risco de inflação. Na reunião dos líderes do G-7, realizada em Londres no início de maio, pouco se avançou no sentido de uma efetiva correção de rumo das economias alemã e japonesa. Informalmente, porém, difundia-se a informação de que as metas de crescimento pretendidas eram de 5% para a Alemanha e de 6,7% para o Japão. Note-se que a recuperação da economia alemã vinha exibindo um perfil bastante irregular: após um expressivo crescimento de 5,3% em 1976, observa-se uma desaceleração para 2,8% em 1977. E ainda: do 4º trim/1976 ao 4º trim/1977 enquanto a demanda interna cresce apenas 1,2% as exportações se expandem de 4,6%. Quanto ao Japão, o ritmo de crescimento

56. Na visão do Tesouro americano isso tinha um significado muito preciso: “This is why we have encouraged West Germany, Japan and other countries with appreciating currencies to grow more in keeping with their capacity and with the faster pace being maintained by the United States.” Blumenthal (1978), p. 733.

57. A tenaz resistência de Schmidt à idéia de relançar a economia alemã é intrigante: afinal, a inflação era uma das mais baixas do mundo (variando entre 2,7% e 3,7% em 1977, conforme o índice) e em declínio, enquanto o desemprego se mantinha alto (4,5% em 1977, contra 4,7% em 1975). Parboni oferece uma interpretação penetrante, vinculando a deflação alemã à estratégia de reestruturação e racionalização industrial doméstica, transferência de indústrias para o exterior e manutenção da competitividade internacional, num contexto de apreciação inevitável do marco provocada pela estratégia americana de depreciação do dólar praticada desde 1970. Sobre essa questão veja-se também a análise de Calleo (1978), p.188/194.

58. Putnam & Bayne (1984), cap. 6 e Destler & Mitsuyu (1982) oferecem excelentes descrições e análise da política econômica internacional de Carter. Volcker (1992), p. 145/149, é ilustrativo de uma influente posição cética quanto à eficácia da estratégia. Feldstein (1988), p.11/77, recolhe breves reflexões de Blumenthal, Schultze e Schmidt acerca da estratégia de coordenação internacional de políticas macroeconômicas.

vinha se mantendo pouco acima de 5% ao ano, decepcionante mesmo se comparado somente com os primeiros anos da década.⁵⁹

A diplomacia americana insistiria que aquelas metas (não oficializadas) expressavam compromissos, o que pelo menos no caso do Japão parece plausível.⁶⁰ Mas no decurso do ano nenhuma medida efetiva de correção seria tomada, enquanto o cenário de lento crescimento e desequilíbrios de pagamentos se agravava. É nesse momento que intervém um segundo determinante, a política do dólar.

Com efeito, já nas semanas seguintes à reunião de Londres Blumenthal começaria a emitir sucessivas declarações de que os Estados Unidos julgavam conveniente e desejável que os mercados de câmbio fossem deixados livres de forma a resultar em uma depreciação do dólar e uma apreciação do marco e do iene. A queixa maior era em relação ao Japão, cujas intervenções no mercado eram responsabilizadas pela manutenção de uma taxa vista como subvalorizada. Pressões sobre o Japão já vinham sendo feitas desde a missão Mondale, porém sem grande alarde, traduzindo-se em ligeira apreciação do iene (de 291 para 280 ienes/dólar em abril). A ofensiva de Blumenthal ganharia ressonância após a reunião promovida pela OCDE no final de junho, resultando em nova apreciação do iene (270 em meados do ano). A pressão continuaria, intensificada, durante a reunião do FMI no final de setembro, levando a cotação do iene para o patamar alarmante de 240 em dezembro (e obrigando à intervenção do Banco do Japão). Também sofrem apreciação (em relação ao dólar), durante 1977, o marco (7%) e o franco suíço (10%). A evidência disponível sugere que, pelo menos até meados de dezembro, Blumenthal apostou na eficácia do movimento de realinhamento cambial: assim, em reunião dos ministros das finanças do

59. Ver a análise da conta corrente dos Estados Unidos e a defesa da alternativa de coordenação macroeconômica feita por Dornbusch em depoimento de julho de 1978 para o Joint Economic Committee, reproduzido *in* Dornbusch (1980).

60. Ver a descrição das pressões políticas internas em favor da adoção de uma política de gasto deficitário feita por Yamamura (1985), p. 489/503. Destler & Mitsuyu destacam as pressões nesse sentido da comunidade empresarial, com respaldo do MITI e em choque com as posições do Ministério das Finanças.

G-5, realizada em 9 de dezembro em Paris, ele se recusaria a considerar a possibilidade de intervenção nos mercados para sustentar o valor do dólar.⁶¹

É necessário situar em perspectiva esse movimento. A depreciação do dólar emerge como peça estratégica da política econômica americana no início da década e levaria à destruição do sistema de Bretton Woods. A depreciação do dólar (tanto em termos da taxa efetiva quanto das taxas dólar-marco e dólar-iene) concentrou-se no período 1969-1973. Sob o novo regime de flutuação (defendido com maior vigor pelos Estados Unidos após a saída de Schultz e Volcker do Tesouro em junho de 1974) o dólar experimentaria oscilações sem, entretanto, materializar qualquer tendência adicional significativa de depreciação. A sobreveniência do choque do petróleo, da aceleração inflacionária (acompanhada de maior dispersão inter-países) e da recessão de 1974-75 consolidaria a rejeição do regime de paridades cambiais estáveis. Mas a política do dólar, de “negligência benigna”, num contexto de superávit da conta corrente (embora declinante, ainda apreciável em 1976) não pode ser descrita como perseguindo deliberadamente a depreciação.⁶²

Em contraste, o movimento desatado em meados de 1977 se prolongaria por um ano e meio, acumulando uma variação de magnitude inédita até então. Se tomarmos o período setembro/1977 a outubro/1978 a depreciação da taxa efetiva do dólar atingiu 17,1%; enquanto apreciaram-se as taxas efetivas do marco (11%), do iene (29%) e do franco suíço (35%). Nesse mesmo período o dólar depreciou-se fortemente em relação a todas as principais moedas: franco suíço (67%), iene (55%), marco (35%), franco (17%) e libra (15%).⁶³

Evidentemente os *fundamentals* apontavam inequivocamente no sentido de um ajuste cambial, haja vista a magnitude da deterioração da conta corrente dos Estados Unidos de 1975-76 para 1977, provocada pelas diferenças de ritmo da recuperação econômica e da inflação observadas entre os capitalismo avançados e pelo crescimento descontrolado das importações

61. Descrições detalhadas encontram-se em Mayer (1980), cap. 8; Moffitt (1984), cap. V; Destler & Mitsuyu (1982). A prática de “flutuações sujas” teria sido característica do Japão: veja-se Gyohten (& Volcker), (1992), p. 151/155. No caso da Alemanha isso não teria ocorrido: veja-se Emminger (1979).

62. Ver Solomon (1982), p. 336/342 e Odell (1982), p. 327/330 para uma reconstituição da experiência com taxas flutuantes durante o período 1973/76.

63. Cf. Solomon (1982), p. 344 e Moffitt (1984), p. 165.

norte-americanas de petróleo. Mas a amplitude e persistência da depreciação do dólar deveu-se sobretudo às expectativas “baixistas” que dominaram recorrentemente o mercado durante o período, anulando qualquer possível efeito do diferencial de juros que se abre em favor dos Estados Unidos em 1977-78.⁶⁴

Tais expectativas, lastreadas em fatores objetivos (como os resultados da conta corrente, as dificuldades no encaminhamento de uma política energética, o comportamento da inflação), foram alimentadas pela percepção de que o governo americano desejava a depreciação e, assim, não tomaria ações visando evitá-la. Esse foi o papel desempenhado pelas declarações de Blumenthal, reforçadas por informações “em off” de importantes auxiliares do Tesouro e do Departamento de Estado recolhidas pela imprensa. Mas como se insere a política do dólar no conjunto da política econômica da Administração Carter?

A evidência disponível sugere amplamente que houve de fato a intenção de promover um ajuste cambial. O assunto esteve no ar desde o início da Administração. Economistas acadêmicos formadores de opinião (como Klein, membros do Brookings Institution) advogavam a medida. Altos funcionários (como Bergsten, no Tesouro) consideravam a depreciação do dólar, especialmente em relação ao iene, essencial para a correção do desequilíbrio externo. Mesmo Burns, então *chairman* do Fed, que manteve uma relação tensa com Carter e seus conselheiros e posteriormente empenhou-se em persuadir a Administração a intervir no mercado para estabilizar o dólar, defendeu publicamente em abril a tese da conveniência de apreciação das moedas dos países com fortes superávits correntes.⁶⁵

64. Cf. Solomon (1982), p. 345. Ver Dornbusch (1980) para uma análise da conta corrente norte-americana e Miranda (1992), cap. IV, para uma discussão teórica do papel das expectativas na dinâmica das taxas de câmbio e uma ilustração histórica tomando o caso da evolução da paridade dólar-marco.

65. Burns defendeu essa posição em palestra na Universidade da Colúmbia, cf. citação de Solomon (1982), p. 346 (texto integral reproduzido in Federal Reserve Bulletin May 1977, p. 456-462. A posição de Bergsten é reproduzida in Destler & Mitsuyu (1982), p. 252. O relato minucioso de Mayer (1980) sustenta categoricamente: “There is no question that the United States *did* want the dollar to decline and *did* say so, both privately and publicly.” (p. 263). Moffitt (1984), p. 137 e 146, faz um relato coincidente. Volcker (1992), p. 146, confirma essa leitura. O Secretário do Tesouro, entretanto, jamais o admitiu, julgando-se vítima de manipulação de suas palavras. Assim, em entrevista dada quando a política do dólar havia se transformado em crise do dólar ele declarou: “Not only is what you say used against you - it is also distorted, and you are quoted as saying something you did not say. So what you learn is that you have to express yourself very carefully, and that you have to build defenses against being misquoted. Take the example of the dollar. I never said that I wanted the dollar to decline, yet I was quoted as saying that. What I said was that we favored

Ademais um ajuste cambial, desde que se mostrasse eficaz na reversão do comportamento da conta corrente,⁶⁶ era uma medida coerente com o programa de Carter. O déficit comercial (e corrente), expressando um vazamento de demanda agregada, era visto como prejudicial à expansão da economia. Igualmente importante, ele tenderia a intensificar as demandas protecionistas de variados setores, ameaçando a opção internacionalista de Carter. Mas é um fato significativo que a ação do Tesouro se deu justamente num momento em que a estratégia da locomotiva entrava num ponto morto: tornava-se evidente que as expectativas de crescimento invocadas por alemães e japoneses não se confirmariam, que o superávit japonês seria substancial, ao mesmo tempo que nenhuma medida concreta de correção de rumo era adotada. E o que é mais importante: a estratégia da locomotiva não foi abandonada, continuando a ser tenazmente perseguida pela Administração Carter até o acordo finalmente alcançado na reunião do G-7 realizada em julho de 1978 em Bonn. A turbulência atravessada pelo mercado de câmbio, especialmente as pressões domésticas na Alemanha e no Japão suscitadas pela apreciação de suas moedas, contribuiu para pavimentar o sucesso tardio das negociações promovidas pelos Estados Unidos.

Nesse sentido, vejo a política do dólar executada pelo Tesouro em 1977 como uma peça certamente importante (i.e., dotada de uma determinada funcionalidade), porém sem ocupar uma posição central na estratégia de política econômica. A consolidação da recuperação, visando alcançar a economia de alto emprego, se constituía no alvo prioritário. O caminho para a sua

flexible exchange rates as agreed to in the IMF, and that this means that there will be ups and downs, that we weren't pegging the rate - that's the way the system operates. But I learned that it was a bad thing to say it this way, even though it was the policy all IMF governments had agreed to follow. Referring to the possibility of fluctuation - down as well as up - opened me up to being quoted as wanting this to happen, though that's not what I said or wanted." - "Candid reflections of a businessman in Washington", in *Fortune* January 29, 1979, p. 37.

66. Tal expectativa é, no mínimo, controvertida. Assim, escrevendo no contexto da política do dólar de 1977, Minsky observou argutamente: "Secretary Blumenthal's 'cheering on' of the dollar's deterioration was grounded in the belief that by changing the exchange rate the balance on the merchandise account could be reversed. The evidence to date is that the relative price effect that Blumenthal and his colleagues rely upon is ineffective except when it is pushed so far that it also leads to financial market disruption. Blumenthal's strategy will work only as it leads to recession, if not deep depression." - Minsky (1979), p. 113. Dornbusch (1980), p. 344, reconhece o efeito benéfico sobre a conta corrente, porém adverte que o *lag* presente no processo de ajuste é considerável, talvez de dois a três anos. Labini (1982), p. 156/7, mostra que a apreciação do iene não foi capaz de impedir o crescimento do superávit comercial japonês e sugere que a reversão que ocorreu em 1979 foi devida à expansão da demanda interna promovida por Fukuda e ao choque do petróleo.

consecução era balizado essencialmente pelo manejo da política de administração da demanda, nos planos doméstico e internacional, embora a depreciação do dólar (e apreciação das moedas rivais) jogasse o seu papel. Em outras palavras: a política macroeconômica não foi sobredeterminada pelo objetivo da depreciação (como argumentou Parboni referindo-se à conjuntura de 1970-73); nem tampouco a depreciação em si era vista como bastando para impulsionar a economia em direção ao estado de alto emprego.

Dessa forma, enquanto o iene sofria uma contínua apreciação, atingindo patamares preocupantes, sucessivas rodadas de conversações bilaterais eram conduzidas envolvendo diversas instâncias do governo americano. As reivindicações dos Estados Unidos incluíam medidas na área da liberalização do comércio, mas o fundamental foi a defesa (estimulada por setores do governo japonês) da adoção de uma meta de crescimento de 7 a 8% no orçamento fiscal de 1978. A apreciação do iene (e a posição defensiva em que o Japão se viu exposto) aprofundaram as divisões internas acerca da orientação da política econômica.⁶⁷ No final de novembro, a reforma de gabinete promovida por Fukuda assinalaria o triunfo da corrente expansionista. Logo em seguida seriam anunciadas a adoção de um orçamento suplementar (expansivo) para o trimestre final do JFY 1977 (janeiro-março/1978) e uma expansão de 20% no JFY 1978 (embutindo um financiamento via dívida pública da ordem de 37%, ultrapassando o teto de 30% pretendido pelo MOF). Fukuda assumiria explicitamente o compromisso com a meta de crescimento de 7%. Em meados de janeiro, uma declaração conjunta Estados Unidos - Japão, reiterando aquela meta de crescimento e a desejabilidade da redução do superávit japonês (e afirmando o empenho em alcançá-los), parecia indicar que, finalmente, a “locomotiva” japonesa estava prestes a se mover.⁶⁸

67. “For the Japanese, October was a month of growing economic crisis. The yen reached a postwar high of 253 to the dollar by mid-month, and it rose further to 250 by month’s end. This alarmed the business community, which saw it as threatening export earnings and thus reducing growth prospects. It also exacerbated the split in Tokyo between Finance Ministry officials, who preferred exchange-rate adjustment to the loosening of fiscal policy, and the MITI-business alliance that wanted domestic stimulus - for its own sake, but particularly to arrest the rise of the yen.” Destler & Mitsuyu (1982), p. 251.

68. Esse episódio é certamente relevante para a reflexão sobre a hegemonia nas relações econômicas internacionais, tema que não pretendo abordar. Destler & Mitsuyu sugerem a seguinte interpretação: “Thus, U.S. pressure did, apparently, affect Japan’s domestic macroeconomic policies for fiscal year 1978, and in the directions Washington desired. Such influence was possible because the Japanese economic-policy community was deeply divided, and stagnation of domestic demand led to pressures for new government stimulus.” (p. 255) Na mesma linha concluem Putnan & Bayne (1984): “Without the internal divisions in the Japanese

Durante todo o primeiro semestre de 1978 as pressões exercidas pelos Estados Unidos (e também pelos países europeus e pelos organismos internacionais) se concentraram sobre a Alemanha, cujo superávit corrente vinha crescendo fortemente. Há indicações de que internamente se avolumavam as insatisfações com a política econômica no mínimo cautelosa de Schmidt.⁶⁹ Aparentemente o Bundesbank terá dado sinal verde para uma mudança da política fiscal, aceitando executar temporariamente uma política monetária de acomodação.⁷⁰ O fato é que o governo alemão terminou endossando um programa fiscal expansionista, centrado em corte de impostos e ampliação do gasto público, com impacto total estimado em 1% do produto.

Assim, após um longo e acidentado percurso a proposta norte-americana de uma ação político-econômica coordenada das três economias líderes, visando um crescimento sustentado, encontrava um desfecho favorável na reunião do G-7 realizada em Bonn em julho de 1978. Mas os Estados Unidos também vinham sofrendo contra-pressões em escala crescente. Estas se concentravam na política de negligência benigna diante do enfraquecimento do dólar (i.e., recusa a intervir no mercado para sustentar o valor do dólar) e na atribuição de responsabilidade na determinação dos desequilíbrios internacionais ao comportamento da inflação e, especialmente, das importações americanas de petróleo (as quais vinham crescendo fortemente em 1976 e 1977). Dessa forma, o acordo de Bonn selou um compromisso da Alemanha e do Japão com a adoção de políticas (fiscais) de reativação da demanda doméstica e dos Estados Unidos com o controle da inflação e a redução das importações de petróleo (através dos frutos do programa energético que

government, it is unlikely that the U.S. demands would have been met. However, without the U.S. pressure, and the legitimation added later by the multilateral summit commitment, it is even unlikely that the Japanese expansionists could have overridden the powerful Ministry of Finance." (p. 81/2).

69. Ver Putnam & Bayne (1984), p. 82/9.

70. Emminger (1979) vislumbraria um círculo virtuoso beneficiando algumas economias superavitárias (sobretudo a Suíça, mas em menor grau também a Alemanha): "... the balance of payments surplus leading to appreciation of the currency, and this again to greater domestic price stability with the consequence of further appreciation. If this circle is not broken, the appreciation may become so excessive that it ruins the external sector of the economy..." (p. 18). Isso implica uma interligação entre as políticas monetária e cambial que, na conjuntura de 1978, abriu espaço para uma política monetária de acomodação. "... in Germany we have pursued a very active policy of economic stimulation mainly by tax rebates and relatively high deficit spending by the public sector. We have allowed the money supply to overshoot our original target ... The main justification for this overshooting has been that the appreciation of the D-Mark has up to now been acting as an offsetting counter-inflationary force." (p. 19)

Carter vinha negociando com o Congresso e da decisão de nivelar os preços pagos pelo consumidor americano aos preços internacionais).

À primeira vista dir-se-ia que a diplomacia macroeconômica de Carter foi bem sucedida, contrabalançando os percalços experimentados a nível doméstico na condução de seu programa de política econômica. Ocorre, entretanto, que durante 1978 o movimento de depreciação do dólar se desdobra em crise, introduzindo uma nova determinação no processo político-econômico. Paralelamente, crescem as preocupações com a inflação.⁷¹

Durante 1977, enquanto o dólar se depreciava sob o efeito da ação retórica do Tesouro, o Fed não realizou qualquer operação de intervenção no mercado. Os relatos disponíveis indicam que Burns atuou intensamente, a partir do final do ano, na tentativa de convencer o Tesouro a mudar de posição na questão do dólar. Externamente, além do descontentamento de europeus e japoneses, também os países árabes produtores de petróleo manifestavam insatisfação, insinuando a necessidade de aumento dos preços do petróleo (fixados em dólares) para compensar os efeitos negativos sobre a sua receita da depreciação do dólar. Os primeiros sinais de uma mudança de postura do governo americano datam do final de dezembro e início de janeiro, quando a retórica anterior de indiferença (ou mesmo satisfação) diante do enfraquecimento da moeda é abandonada, dando lugar a declarações oficiais recomendando calma (pois a turbulência do mercado não se justificaria objetivamente) e prevendo para breve uma estabilização ou mesmo uma recuperação do valor do dólar. E em 4 de janeiro de 1978 uma declaração conjunta do Tesouro e do Fed comunica a decisão de realizar operações de intervenção, apoiadas em uma

71. Tanto a Alemanha quanto o Japão adotaram ainda em 1978 medidas concretas na linha dos compromissos assumidos na reunião de Bonn. Ver a discussão de Putnam & Bayne (1984), p. 94/99. Não obstante, a expectativa de que pudessem conjuntamente assumir a liderança do crescimento da economia internacional - cf. Dornbusch (1980), p. 348/351, para uma cuidadosa defesa dessa tese - não se materializou: o crescimento do PNB, na Alemanha, evoluiu de 2.8% em 1977 para 3.6 em 1978 e 4.0% em 1979, enquanto no Japão manteve-se ligeiramente acima de 5% ao ano no triênio 1977-79. Nos Estados Unidos, o programa energético de Carter foi aprovado, com modificações, em outubro, enquanto a liberação dos preços domésticos do petróleo foi retardada por bastante tempo, refletindo uma disputa entre os conselheiros políticos e econômicos do presidente. Ver a respeito a observação de Schultze in Feldstein (1988), p. 55/6.

nova linha *swap* do Tesouro junto ao Bundesbank (de montante não revelado). Simultaneamente, o Fed procedia a uma elevação da taxa de desconto de 6 para 6,5%.⁷²

Após uma pausa momentânea a desordem cambial é reiniciada, prolongando-se até março. Renovam-se as ameaças de risco de elevação dos preços do petróleo. A crise de confiança no dólar é refletida nas notícias de transferências de fundos de propriedade de investidores e de Bancos Centrais de ativos denominados em dólar para ativos denominados em marco, franco suíço e iene. O governo americano reforça, em meados de março, sua disposição de intervir, anunciando substancial ampliação dos recursos destinados às operações de sustentação do dólar. Paralelamente, a retórica esgrimida pelo Tesouro consistia em apostar que a ação dos fatores “fundamentais” sinalizava uma recuperação do dólar já no segundo semestre. De novo, a eficácia da ação governamental seria muito limitada diante da força do movimento especulativo.⁷³

Com efeito, após outra breve interrupção, a depreciação do dólar prosseguiria revigorada de maio a outubro, suscitando descrições generalizadas de que o mercado estava em desordem, o que levantava sérias ameaças para o futuro da economia internacional. O acordo conseguido na reunião de Bonn, que ensejava uma leitura no sentido de uma previsão de melhoria próxima na evolução dos fatores “fundamentais”, não repercutiu sobre o mercado. Sucessivas declarações públicas de Carter, reafirmando sua preocupação com a queda do dólar, caíam no vácuo. Enquanto o Fed prosseguia elevando a taxa de desconto, a qual atingiu 8% no final de setembro, enquanto o Tesouro anunciava a triplicação da quantidade de ouro ofertada em seus leilões.

Uma acentuada melhoria na tendência de evolução do déficit comercial (e corrente) e a ampliação do diferencial de juros em relação à Alemanha se revelaram inócuos para deter o turbilhão da crise de confiança. O mercado de câmbio se tornava crescentemente de “mão única”

72. Sobre a atuação de Burns e possíveis divergências entre o Fed e o Tesouro ver Mayer (1980), p. 273/276. Sobre a reação do mercado, um estudioso do “ciclo político da taxa de câmbio” conclui: “Ironically, rather than reversing the market’s decline, the stabilization program instead had the effect of convincing the market that the U.S. government was un-willing to provide the kind of official support necessary to stabilize the dollar-based currency system.” Krause (1991), p. 221.

73. Ver Krause (1991), p. 221/222. E as matérias da Business Week, March 20, 1978 (“The dollar fades as a reserve currency”, p. 150/152) e April 24, 1978 (“Why the dollar keeps getting slapped down”, p. 32/34).

(i.e., apenas vendedor de dólares). Durante os meses de agosto a outubro o Fed realizou operações de intervenção em 31 dos 64 dias úteis do período, vendendo um total de US\$ 2,2 bilhões em marcos e US\$ 294 milhões em francos suíços. Nesse mesmo período a queda do dólar foi substancial (“claramente excessiva”, na avaliação dos *policy-makers*) e generalizada: 18% contra o marco, 17% contra o franco suíço, 7% contra o iene, 10% contra o franco francês, 8% contra a libra e 6% contra a lira.⁷⁴

A crise do dólar atingiu o seu paroxismo justamente em outubro, quando o pânico aparentou se alastrar pelo mercado. Tal impressão se funda não apenas na velocidade então alcançada pelo movimento de depreciação, mas também na própria reação do mercado diante do anúncio do programa anti-inflacionário de Carter de 24 de outubro. Neste passo, convém fazer um parêntese para retornar brevemente à condução da política macroeconômica doméstica.

O calcanhar de Aquiles da Administração Carter foi o tratamento dispensado à inflação. Aqui, a política econômica de Carter distanciou-se de sua matriz inspiradora. De fato, enquanto Kennedy, no início dos anos 60, herdando uma conjuntura inflacionária incomparavelmente mais branda, tratou de cercar o seu programa expansionista de linhas de defesa contra uma previsível incidência de tensões inflacionárias ao longo da sua execução (i.e., a explicitação de *guideposts* para preços e salários) e sedimentou-as ao aceitar o desafio lançado por frações do grande capital. Carter não ousaria enfrentar tal risco. Com isso ele não disporia de qualquer política anti-inflacionária durante todo o ano de 1977, deixando vulnerável a execução de seu programa.⁷⁵

Veja-se também Solomon (1982), p. 347/348, que enfatiza o papel do crescente superávit da conta corrente da Alemanha e do Japão e o comportamento do Bundesbank e do Banco Central da Suíça.

74. Ver Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations: Interim Report in Federal Reserve Bulletin December 1978, p. 939/940. Frankel (1979) apresenta uma análise do balanço de pagamentos dos Estados Unidos em 1978 e mostra que o déficit comercial trimestral (anualizado) reduziu-se de US\$ 48 bilhões para US\$ 25 bilhões entre o primeiro e o quarto trimestres. Emminger (1979), p. 13, aponta um diferencial de 7% nos juros sobre ativos de 3 a 6 meses, em favor dos Estados Unidos, em meados de 1978. Spahn (1989), p. 19, sugere que o marco (e o iene e franco suíço) desfrutava de um “bônus de estabilidade”, i.e., um prêmio de liquidez não-pecuniário, possibilitando a fácil colocação de títulos portadores de menor taxa de juros de mercado.

75. “Early in his term President Carter, reversing campaign rhetoric, foreswore any direct attack on the wage/price spiral, whether full-blown compulsory controls such as Nixon episodically imposed or advisory guideposts and White House persuasion such as Kennedy and Johnson tried. At the time Carter wanted to

Não há que se perder de vista que num capitalismo dominado por estruturas industriais oligopólicas, a eficácia das políticas econômicas expansivas (i.e., o grau em que um crescimento da demanda agregada se traduz em crescimento do produto real e não em alta de preços) é condicionada pelas políticas de *mark-up* praticadas pelas firmas. Tais políticas são, obviamente, afetadas pelas expectativas de inflação futura que se formem no mercado. No caso de predominar a percepção de que as políticas fiscal e monetária são essencialmente inflacionárias (reação típica observada nos mercados de capitais e de câmbio), o risco das expectativas se converterem em profecias auto-realizáveis é seguramente grande. O potencial de eclosão de tensões inflacionárias (e exacerbação das expectativas) foi agravado pela adoção de inúmeras medidas tópicas com impacto previsível sobre os preços (aumentos de salário mínimo e de impostos sobre a folha de pagamentos das empresas ligados ao financiamento da previdência social, preços de sustentação para a agricultura, esquemas de proteção para a siderurgia e outros setores) e, quiçá mais importante, pela escalada da depreciação do dólar.⁷⁶

Nesse cenário, as exortações lançadas pelo governo às empresas e sindicatos para que moderassem seus reajustes de preços e salários não passariam de uma tentativa de encobrir a ausência de ação efetiva.⁷⁷ E a inflação entraria em uma nítida trajetória de aceleração em 1978: o CPI salta de 6,6% em 1977 para 9,0%, enquanto a variação do índice de preços ao atacado passa

allay the anxieties of businessmen suspicious of a new Democratic administration, as well as to reassure the president's own trade union constituencies. Each side, management and labor, was sure it had lost to the other in previous regimes of hard controls or soft incomes policies. However expedient Carter's disclaimer was in the short run, it left him - as the economists among his advisers must have warned - with no acceptable feasible anti-inflation policy at all. A year of precious time has been lost, and he still has none". Tobin (1978), p. 21. Silk (1984), p. 141/144, contrastas as reações distintas de Kennedy e de Carter defrontados com aumentos injustificados de preços praticados pela indústria siderúrgica.

76. Um estudo feito por dois economistas do *Staff* do Federal Reserve concluiu que a depreciação verificada em 1977/78 foi responsável por uma alta de 1% no nível do CPI no final de 1978; e observou: "If the depreciation is sustained, its eventual full impact could raise prices by 2-1/4 to 2-2/3 percent above the level they otherwise would have been, depending upon the extent to which the recent oil price increases can be associated with the depreciation". Federal Reserve Bulletin, April 1979, p. 305/6. O CEA estimava que uma depreciação de 10% provocaria algo em torno de 1.5% de alta da inflação. Cf. ERP (1979), p. 43. Acerca dos fatores de pressão inflacionária ver Tobin (1978), Ortnier (1978), Heebner (1978) e o depoimento de William Miller ao Comitê de Bancos do Congresso realizado em 16 de novembro de 1978 (cf. Federal Reserve Bulletin, November 1978, p. 843/847).

77. Heebner (1978), p. 34, aponta a fragilidade de um programa de restrição voluntária de preços e salários como instrumento anti-inflação. Ver também Alperovitz & Faux (1984), p. 226/7.

de 6,9% em 1977 para 8,7%.⁷⁸ Diante do risco crescente de descontrole da depreciação do dólar e da inflação doméstica, as preocupações oficiais, que até janeiro de 1978 se concentravam na aceleração do crescimento visando a economia de alto emprego (justificativa do pacote tributário), começam a se voltar progressivamente para a necessidade de estancar o processo inflacionário. Já em março Blumenthal e Schultze emitem sinais para a imprensa de que o combate à inflação deveria ser priorizado. Em abril o próprio Carter assume essa retórica; sua ação concreta, porém, se limitou ao anúncio de reajuste salarial para o funcionalismo público de 5,5% (contra 6,3% de alta do custo de vida nos doze meses anteriores) e a nomeação de um funcionário para acompanhar o comportamento de preços e salários do setor privado, ao qual se renovava o pedido de moderação. Em maio Carter solicita ao Congresso uma redução de 20% na magnitude do corte de impostos que propusera no início do ano e um adiamento de três meses do início de sua operação.⁷⁹

Não há indicações de que, em meio à turbulência, a meta de sustentação da recuperação tivesse sido abandonada. Quando muito, as ambições de crescimento talvez tivessem sido encurtadas ligeiramente em relação ao anunciado por Carter em janeiro, conforme sugerido pela evolução do déficit de alto emprego ao longo de 1978 e pela revisão parcial do impacto expansivo projetado pela nova lei tributária em discussão no Congresso. Mas a ação predominantemente retórica da Administração Carter não surtiria qualquer efeito seja para deter a aceleração inflacionária seja para reverter as expectativas (manifestadas nos mercados de câmbio e

78. Os itens alimentos e aquisição de residência (influenciado pelo comportamento das taxas de juros) foram os que pressionaram mais fortemente o CPI em 1978. Talvez mais significativo, porém, seja o fato de que a "taxa subjacente de inflação", que exclui aqueles itens (e também o item energia), tenha mostrado substancial aceleração em 1978: de 5,9% em 1977 para 7,8% no caso do CPI; e de 6,4% em 1977 para 7,9% no caso do índice de preços ao atacado. Cf. ERP (1980), p. 27. Ver também a análise de Thurow (1988), p. 73/74.

79. "The only anti-inflation 'policies' are limits on federal pay and exhortations for voluntary deceleration by business and labor. The president has appointed an expert negotiator, Robert Strauss, as his jawbone; and the Council on Wage and Price Stability has become more aggressive and more vocal." Tobin (1978), p. 21. "This approach heightens fears in the private sector that mandatory controls will eventually be employed, and such fears tend to be self-fulfilling. Business firms and unions can be expected to seek price and wage increases in advance of the anticipated controls, thus making inflation worse and raising the unhappy prospect of controls." Heebner (1978), p. 34. Mayer (1980), p. 280, revela que Blumenthal e Schultze (aparentemente não acompanhados pelo novo *chairman* do Fed, William Miller) passam a priorizar o combate à inflação a partir da reunião do Comitê Interino do FMI no final de março e descreve (p. 293/294) um Blumenthal preocupadíssimo com os riscos da desordem no mercado de câmbio a partir de agosto. Ver também Silk (1984), p. 146/148. Frank (1980), cap. 3 e a matéria da Business Week, April 24, 1978 ("Carter's call for lowered expectations", p. 33).

de capitais). Nem mesmo sucessos aparentes, como o acerto internacional obtido na reunião de Bonn e a aprovação do programa energético pelo Congresso, repercutiriam favoravelmente junto ao mercado. Nessas circunstâncias, o agravamento da conjuntura terminaria impondo uma reorientação efetiva da política econômica. Esta se processou em etapas, refletindo as hesitações suscitadas pelo ciclo político-eleitoral, o qual sinalizava a inconveniência da adoção de uma terapia recessiva.

Dessa forma, em 24 de outubro Carter anunciava que sua prioridade para 1979 se voltaria firmemente para o objetivo de redução da taxa de inflação, brandindo um programa dotado de três componentes básicos: a explicitação de um conjunto de diretrizes quantitativas a serem aplicadas voluntariamente pelo setor privado nos reajustes de preços e salários; medidas na linha da desregulamentação visando melhoria da eficiência e aumento da competição de preços; austeridade fiscal, sintetizada no compromisso de redução do déficit orçamentário para US\$ 30 bilhões no ano fiscal de 1980. É evidente que a proposição de austeridade fiscal ia na direção contrária do pacote tributário lançado no início do ano: agora a expectativa oficial era de uma desaceleração do crescimento em 1979.⁸⁰

Não obstante, os mercados de capitais e de câmbio reagiram prontamente com inequívoca desconfiança em relação à seriedade (ou eficácia) do programa de Carter. Em apenas um dia (25 de outubro) o iene sofreu uma apreciação de 1,7% e o marco de 1,8% contra o dólar, apesar da intensa intervenção do Fed e demais bancos centrais. O espectro assustador de uma “corrida” destrutiva da hegemonia monetária exercida pelo dólar delineou-se no horizonte ao longo dos dias seguintes, galvanizando uma ação rápida e mais firme das autoridades econômicas. Esta se materializou no pacote de sustentação do dólar de 1 de novembro, que consistiu num forte

80. A projeção de crescimento em 1979 com que o Tesouro trabalhava seria de 3,5% (logo em seguida, com o pacote de 1 de novembro, revista para 3,0%), sem dúvida um expressivo encurtamento das ambições alimentadas no início do ano. Enquanto o compromisso de redução do déficit orçamentário, defendido firmemente por Blumenthal, teria sido uma difícil decisão interna. Ver a matéria “The Inside Story of the Dollar Rescue”, de Herman Nickel, na revista *Fortune*, december 4, 1978, p. 40/44. Quanto à proposta para salários e preços, a idéia era que as empresas aceitassem praticar aumentos de preços inferiores em um ponto percentual à taxa média de aumento observada em 1976/77, enquanto os reajustes de salários não deveriam ultrapassar a taxa de 7% em 1979 (comprometendo-se o governo a garantir o salário real para uma inflação em 1979 de até 10%, através de um crédito fiscal equivalente à diferença entre a taxa de inflação observada a posteriori e o reajuste salarial aceito de 7%). Ver Carter (1979) e, para uma avaliação crítica, Alperovitz & Faux (1984), p. 227/228.

aperto da política monetária (deixada de fora do programa anti-inflacionário anunciado uma semana antes) e na montagem de um volumoso *pool* de recursos financeiros para lastrear as operações de intervenção no mercado que se fizessem necessárias.⁸¹

Convém assinalar que durante o período 1977/78 observou-se uma contínua tendência de alta das taxas de juros nominais, puxadas pelo comportamento agressivo dos emprestadores redundando em explosão do crédito bancário associada à expansão da atividade econômica. A forte expansão do crédito bancário pressionava a oferta nominal de moeda. Nesse quadro, as Autoridades Monetárias aparentemente se conduziram de forma hesitante entre o temor de um descontrole monetário e o risco de inflação - conforme sugerido, por exemplo, pela alta da *federal funds rate*, de quase 2%, de abril a outubro de 1977 - e o temor de uma próxima recaída recessiva, prenunciada pela elevação generalizada das taxas de juros, induzindo uma política de acomodação monetária. Assim, já no início de 1978 o comportamento das taxas de juros de curto prazo colocava o risco de desintermediação para as instituições de poupança (sujeitas aos tetos da Regulação Q na captação de recursos). O problema foi contornado com a autorização para o lançamento de um novo instrumento financeiro: o MMC (*money market certificate*) de seis meses. Seu sucesso foi imediato, permitindo às *thrifts* também participarem da explosão de crédito, pressionando ainda mais as taxas de juros. Por outro lado, a *prime rate* salta de uma média de 6,83% em 1977 para 7,93% em janeiro de 1978, atingindo 9,00% em julho/agosto; enquanto a *federal funds rate* é ajustada gradualmente de 6,70% em janeiro para 8,04% em agosto. A dinâmica das interações envolvendo os mercados financeiros, a economia real e as Autoridades

81. "The stock market headed south, and the dollar simply collapsed. By Friday, October 27, there was no international exchange market; everybody was offering dollars, and nobody was bidding. (...) Washington was flooded with terrifying reports from embassies in all the major trading countries: the Treasury and the Fed received warnings from the international banks that in the absence of significant steps by Washington they would have to widen the spreads between bid and offer on the dollar to such an extent that the currency would lose its utility as a vehicle for international trade." Mayer (1980), p. 293. Segundo Volcker (1992) as intervenções nos mercados de câmbio conduzidas pelos vários bancos centrais consumiram quase US\$ 6 bilhões apenas na última semana de outubro, sem conseguir deter o que os *policy makers* entendiam ser um "ataque especulativo irracional". Essa leitura é correta, mas deve ser colocada na perspectiva adequada, como o faz Epstein (1981), p. 167: "Free markets that have as their object the accumulation of profit are not likely to be stable when the world has nothing solid on which to base expectations. Uncertainty breeds speculation." Dentre os fatores que aguçavam a incerteza destacam-se o comportamento da OPEP diante da corrosão do valor de sua riqueza acumulada em dólares, a relutância demonstrada pelos europeus em prosseguir com as intervenções destinadas a estabilizar o dólar e os temores de que o recém criado Sistema Monetário Europeu pudesse se tornar uma alternativa ao dólar na função de reserva de valor.

Monetárias se traduziu em uma situação paradoxal: a alta dos juros estimulando a expansão do crédito (e da demanda agregada) e obrigando a uma acomodação monetária (dada a leitura feita pelos *policy makers* e pelo mercado de um risco iminente de recessão).⁸²

Até que a aceleração inflacionária desfizesse o equívoco na interpretação dos sinais emitidos pelo mercado levando as Autoridades Monetárias a tomarem posição favorável à política monetária restritiva. Tal não ocorreu, entretanto, de uma maneira linear ou consistente. Mas sem dúvida o processo de reorientação da política econômica teve início no segundo semestre de 1978. E a crise do dólar contribuiu decisivamente para precipitar a inflexão. Assim, já em setembro formava-se uma maioria favorável a um aperto monetário no *Board* formulador da política monetária, levando o Fed a elevar a taxa de desconto. Nos meses de setembro e outubro a *federal funds rate* e a *prime rate* acumulam uma alta de quase 1%. Esse o contexto em que deve ser situado o pacote de 1 de novembro, o qual pode ser descrito como o primeiro ato da inflexão conservadora da política econômica norte-americana.

O Fed promoveria uma nova elevação da taxa de desconto, agora de 1% (o que a deixaria em 9,5%), uma variação de magnitude inédita desde a década de 30. Além disso, introduziria um compulsório suplementar de 2% sobre os depósitos a prazo, prosseguiria endurecendo as condições do mercado monetário (traduzida em alta de pouco mais de 1% da *federal funds rate* em novembro e dezembro) e sinalizaria uma desaceleração do crescimento dos agregados monetários. O objetivo não era propriamente o de abrir um diferencial de juros contra o resto do mundo (o qual já era substancial mesmo antes da adoção do pacote) e sim o de atuar

82. Ver a sugestiva análise de Wojnilower (1980). Esse autor, perspicaz observador de Wall Street, sustenta que os mercados financeiros foram dominados durante todo o período 1976/78 pela expectativa de recessão iminente, a qual se via reforçada pela alta das taxas de juros. Isso implicava uma expectativa de baixa futura das taxas de juros, suscitando o comportamento agressivo dos emprestadores. Ao mesmo tempo as Autoridades Monetárias, pressupondo uma significativa elasticidade-juro da demanda agregada (o que Wojnilower rejeita), se assustariam diante da elevação dos juros recuando prematuramente da tentativa de restrição. Daí resultaria um círculo vicioso - "... in which each move to higher interest rates prompts the authorities to relax their concern about credit expansion and thus to accommodate more inflation (and eventually still higher interest rates)." (p. 301). Os dados sobre a evolução das taxas de juros foram extraídos de ERP (1978) e Joint Economic Report 1979, publicado in JEC (1980). Cabe notar, de passagem, que a execução da política monetária nesse período terá sofrido influência da troca de comando no Fed: Arthur Burns, ao longo de 1977 sequestrado por uma renomeação, é substituído no início de 1978 por William Miller, tido como um *outsider* vinculado excessivamente a Carter. Para um breve apanhado das relações entre o Fed e a Presidência nessa fase, ver Kertl (1986), p. 167/173. Silk (1984), p. 144/146. Greider (1987), p. 65/67 e Epstein (1981), p. 162/167.

sobre as expectativas, contaminadas por uma atmosfera densamente “baixista”, dando uma demonstração inequívoca de determinação no combate à inflação e à desordem cambial.

Em paralelo a essa ação contundente no plano doméstico, era substancialmente reforçada a capacidade de intervenção oficial nos mercados de câmbio. Por um lado, o Fed obteria junto aos bancos centrais da Alemanha, Suíça e Japão uma duplicação para US\$ 15 bilhões do montante de recursos disponíveis em linhas de *swap* utilizadas para esse fim. E de outro, o Tesouro também participaria da operação levantando mais US\$ 15 bilhões, obtidos através do saque de US\$ 3 bilhões junto ao FMI, da venda de US\$ 2 bilhões de direitos especiais de saque e do lançamento de US\$ 10 bilhões de títulos denominados em moeda estrangeira. A emissão desses títulos implicava obviamente um risco de prejuízo para o Tesouro caso o movimento de depreciação tivesse seguimento; por isso mesmo sinalizava para o mercado (e bancos centrais) a determinação dos Estados Unidos em reverter efetivamente a crise. Como parte desse esforço o Tesouro anunciaria também que iria proceder a um expressivo aumento das vendas de ouro nos meses subsequentes.

O pacote de 1 de novembro sintetizou definitivamente o fim da política de “negligência benigna” em relação ao dólar.⁸³ Não deve ser interpretado, porém, como se fora uma tomada de posição em favor de um dólar forte. O objetivo era o de por um termo à turbulência exacerbada, restaurando uma situação de estabilidade - sem que isso implicasse um abandono da posição norte-americana favorável ao regime de taxas flutuantes. Como é típico dos movimentos especulativos, a depreciação do dólar (e apreciação do iene, marco e franco suíço) ultrapassou os níveis indicados por qualquer cálculo “objetivo” em termos de paridade de poder de compra ou do diferencial relativo de inflação. Tal *overshooting* possibilitaria uma boa margem de apreciação do dólar após a adoção do pacote. Ainda assim, isso exigiu uma pesada intervenção do Fed no

83. Assim o caracterizou o presidente do Bundesbank: ver Emminger (1979), p. 16. E Volcker, analisando em perspectiva, comenta: “Thus the Carter administration had come full circle from seeming indifference to the dollar to a willingness both to borrow from the IMF and to use classic domestic policy instruments to deal with a run on the currency. It would not be for the last time.” Volcker & Gyohten (1992), p. 150. Ver também Minsky (1979), que anteviu o risco de uma corrida contra o dólar e argumentou em favor de uma mudança da política norte-americana: “The U.S. government should offer to any and all holders long-term Treasury securities denominated in the principal foreign currencies. Simultaneously, the United States should make a commitment to the establishment of a dollar that either appreciates or does not depreciate relative to the currencies of trading partners.” (p. 120).

mercado de câmbio de Nova Iorque (complementada pela ação dos demais bancos centrais em seus respectivos mercados): nos meses de novembro e dezembro as vendas oficiais de ienes, marcos e francos suíços totalizaram US\$ 6,7 bilhões. Em consequência, já no final de novembro e início de dezembro o dólar registrava uma apreciação de 12% contra o marco, de 15% contra o franco suíço e de 13% contra o iene.⁸⁴

O pânico fora controlado, sem dúvida; a atmosfera “baixista” não se dissiparia tão cedo, porém. Conforme se verá adiante, a estabilização do mercado se revelaria precária ao longo dos doze meses seguintes, sempre sujeita à ameaça de novos surtos especulativos contra o dólar. E não faltariam fatores econômicos e políticos, internos e internacionais, para acicatar um pessimismo “sombrio” e “irracional” do mercado. Já na segunda metade de dezembro isso pôde ser observado, quando um aumento dos preços internacionais do petróleo acima do esperado desencadeou forte pressão sobre o dólar, resultando em uma depreciação na faixa de 2 a 5,5% em relação aos níveis do início do mês.⁸⁵

84. Uma autoridade norte-americana esclareceria: “We have moved into a very activist definition of countering disorderly markets, and in fact, under present conditions, the phrase ‘disorderly markets’ may be inappropriate because we are determined to have stability in exchange markets.” Citado em Emminger (1979), p. 16. Emminger acrescenta que a estabilidade incluía uma correção dos níveis “errados” (i.e. “excessivos”) das taxas de câmbio motivados pelo ataque especulativo. Gyohten, referindo-se ao iene, menciona uma estimativa, baseada na fórmula do poder de compra, de 230 (ienes-dólar) contra um máximo de 176 alcançado em outubro. E observa: “The market was already in a very precarious state, with everybody on edge because they knew that the dollar was too weak and that a turnaround could come at any time. But no one would dare to move against the trend. It was a classic case of the bandwagon phenomenon in the exchange markets. Once the authorities seized the initiative and made a strong announcement, the entire mood in the market changed, because everyone was ready to buy dollars. When the turnaround finally came, it was very dramatic.” Volcker & Gyohten (1992), p. 159. Dados detalhados encontram-se em Treasury and Federal Foreign Exchange Operations, publicado in Federal Reserve Bulletin March 1979.

85. Como observou o presidente do Bundesbank, embora saudando o pacote de 1 de novembro: “The only lasting solution to this problem is, of course, a decisive improvement in the ‘fundamental’ conditions, especially as concerns the inflation rate and the basic balance of payments of the United States. Only such an improvement can restore the confidence of foreign holders of dollar assets. Until such an improvement has been convincingly demonstrated - initial signs are already visible in the balance of payments field - the exchange rate system of the world will remain vulnerable.” Emminger (1979), p. 15. Minsky também chama a atenção para a necessidade de um balanço básico (conta corrente mais renda de investimento no exterior) solidamente superavitário por parte do país emissor da moeda chave. A instabilidade política no resto do mundo gera uma demanda potencial por ativos em dólar (ou no território americano). Assim, “Once the conviction grows that the dollar has hit bottom, there will be a flood of funds to the United States.” (p. 119). E ainda: “Undoubtedly, a stabilized dollar would soon be transformed into an appreciating dollar; this would spark a stock-market boom.” (p. 120).

No plano doméstico o crescimento do produto vinha se mantendo em 1978 (cerca de 4%, na média dos três primeiros trimestres), mas já sinalizando uma ligeira desaceleração. Diferentemente da perspectiva sustentada ainda no início do ano, agora, mesmo esse ritmo de crescimento era considerado inflacionário. O temor revelado pelas autoridades da área econômica era de que a aceleração inflacionária observada em 1978 se traduzisse em “expectativas inflacionárias” (i.e., demandas de reposição salarial) durante as importantes rodadas de negociações coletivas previstas para 1979. Se isso ocorresse, ganharia livre curso a corrida preços-salários, tornando a inflação incontrolável. Além disso, a inflação e a depreciação do dólar caminhavam juntas e se realimentavam reciprocamente. Dessa forma, o *chairman* do Fed. em depoimento no Congresso logo após o pacote de 1 de novembro, argumentaria em favor da essencialidade de uma “restrição prudente” no manejo das políticas monetária e fiscal, sugerindo um teto de 3% para o crescimento do produto, o máximo compatível com a pretendida redução gradual da inflação. Para o período de um ano, computado até o terceiro trimestre de 1979, William Miller sinalizaria sua expectativa de um crescimento do produto entre 2,5 e 3%, suficiente para manter a taxa de desemprego na faixa de 5,75 a 6,25%. É patente o contraste com as ambições desveladas pela política econômica até o início de 1978. Igualmente notável, dadas as características da conjuntura econômica, é o fato do *chairman* do banco central independente ter tido a preocupação explícita de acalmar as inquietações de recessão iminente, fazendo profissão de fé no crescimento moderado e gradualismo anti-inflacionário - o “guardião” da moeda ameaçada (literalmente: interna e externamente) exercitando a retórica do *fine tuning*! O desenrolar dos acontecimentos logo se encarregaria de demonstrar que o primeiro ato da inflexão conservadora da política econômica durante a gestão Carter não passou de um breve prólogo.⁸⁶

86. Cf. Miller (1978-a). Veja-se também Miller (1978-b) e a matéria da *Fortune*, December 4, 1978, p. 40/43.

4. 1979: A inflexão conservadora

A reorientação da política econômica seria plenamente confirmada pela Mensagem presidencial de janeiro de 1979. A ênfase numa recuperação mais rápida do nível de emprego, a confiança na potencialidade e eficácia do crescimento acelerado como peça central do programa de política econômica e a disposição de recorrer a um ativismo fiscal para alcançar o processo que levaria à economia de alto emprego - todos esses pontos desapareciam do discurso oficial, ou adquiriam um vago sentido retórico, substituídos pela preocupação central (se não exclusiva) com a contenção do avanço da inflação. No esforço de justificar a mudança chegava-se a incorrer em um *non sequitur* com o discurso de um ano antes (e mesmo em relação ao diagnóstico da aceleração inflacionária), ao congratular-se com a performance da economia em 1977/78 e julgá-la próxima da plena utilização da capacidade instalada - circunstância que exigia das autoridades “prudência” e “uma seleção cuidadosa das opções”. O sentido preciso dessa fraseologia pode ser aclarado com o recurso a uma breve amostra das declarações de princípios e de intenções formuladas por Carter em seu informe.⁸⁷

Após apontar a aceleração da inflação e o declínio da taxa de crescimento da produtividade observados em 1978 como os principais traços característicos da nova conjuntura com que haveria de se defrontar a execução da política econômica, Carter explicitaria os “quatro princípios” de seu programa econômico.

“Primeiro, reduzir a inflação deve ser nossa principal prioridade econômica”.

“Segundo, o governo deve trabalhar melhor. Reduzir a inflação exigirá austeridade orçamentária e a moderação do crescimento econômico”.

Os efeitos da austeridade em alguma medida seriam amenizados através de uma maior eficiência da ação governamental. “Em tal clima, o desperdício, a ineficiência ou as prioridades equivocadas são particularmente intoleráveis. Agora é mais essencial que nunca que nosso governo, tanto em seu programa de orçamento como em suas regulamentações, faça o

87. Cf. Carter (1979).

melhor uso dos recursos disponíveis e busque medidas melhores e menos custosas para lograr nossos objetivos nacionais”.

“Terceiro, não reduziremos a inflação às custas dos membros mais vulneráveis de nossa sociedade - os pobres, os velhos e aqueles que têm dificuldade para encontrar emprego mesmo em uma economia de alto emprego”.

Em outras palavras, a austeridade fiscal não deveria implicar em cortes dos programas sociais - pelo menos no caso daqueles tidos como “mais essenciais”. A declaração, entretanto, permanece num plano vago e genérico, sugerindo a impressão de tratar-se de um enxerto retórico sem maior conteúdo programático efetivo.

Ao esforço voluntário de austeridade solicitado ao setor privado no final do ano passado e agora renovado (com a promessa de rápida adoção do “programa de seguro do salário real”), viria se juntar o governo com uma firme disposição de fazer a sua parte. Isto consistiria no seguinte:

“O orçamento para 1980 deve ser muito restringido e tenho a intenção de assegurar-me que se mantenha uma política fiscal de restrição firme e uniforme”.

“A busca sustentada de disciplina fiscal e monetária e de limites aos impactos inflacionários de outras ações governamentais é crucial para o êxito do programa anti-inflacionário”.

E ainda:

“Uma restrição fiscal e monetária firme, sustentada e cuidadosamente aplicada deve ser o primeiro elemento em nosso esforço para reduzir a inflação. Entramos em um período no qual já não é apropriada a alta taxa de crescimento econômico que tínhamos quando a margem de recursos não utilizados era maior. Aplicaremos, então, a restrição necessária e nos manteremos com ela”.

Apesar da mudança de prioridades e da aceitação da política de austeridade, Carter continuaria a rejeitar a opção recessiva, considerando-a um método “injusto” e “ineficaz”. No lugar das fracassadas políticas de *stop and go* da última década, ele propunha um programa anti-

inflacionário "duradouro". Tal programa consistiria de uma substancial redução do déficit orçamentário no ano fiscal de 1980, obtida através do controle da expansão do gasto total (com uma previsão de crescimento real inferior a 1%) e admitindo um aumento da receita propiciado pela continuidade do crescimento econômico, embora em um ritmo bastante moderado. Tratar-se-ia, então, de uma "restrição calibrada", capaz de evitar "as demandas excessivas sobre os recursos da nação", tendo como custo social um crescimento econômico ligeiramente abaixo do crescimento potencial. O programa deveria também harmonizar a ação das políticas fiscal e monetária e, nesse sentido, Carter solicitava ao Fed a aplicação de uma "restrição monetária firme e cuidadosa".

A estimativa oficial de crescimento do produto para 1979 situava-se em 2,25%, tida como suficiente para evitar um agravamento significativo do desemprego (num contexto marcado por forte crescimento da oferta de força de trabalho). Quanto à inflação o objetivo declarado era o de obter uma desaceleração para algo em torno de 7,5% em 1979 (e tendendo para menos de 7% no final do ano). A moderação da inflação permitiria evitar a recessão indesejada. Evidentemente, esse resultado, conjuntamente com a relativa manutenção do nível de emprego, era essencial para garantir a adesão do setor privado, particularmente dos sindicatos, às normas voluntárias da política de rendas anunciada em outubro de 1978. Esta propunha um limite para os reajustes salariais nas negociações coletivas de 1979 fixado em 7% (taxa média), assim desvinculando-os da inflação passada de forma a conter o impeto da espiral preços-salários.

O programa anti-inflacionário contemplaria também, numa linha auxiliar, medidas visando reduzir os efeitos inflacionários atribuídos diretamente a ações governamentais. Isso se traduziu no primeiro impulso dado ao movimento de desregulamentação da economia: iniciado ainda em 1978, com a eliminação dos controles na atividade de transporte aéreo de passageiros, Carter manifestaria sua intenção de reformar a legislação também das atividades de transporte rodoviário (caminhões) e ferroviário. Num plano mais geral, ele se referiria a medidas objetivando reduzir o "custo da papelada" imposto pela burocracia governamental ao setor privado. De efeito mais imediato seria a decisão de limitar a 5,5% o reajuste salarial do funcionalismo federal e igualmente conter substantivamente as novas contratações. Dessa forma, pretendia-se criar um ambiente que estimulasse a cooperação voluntária do setor privado ao induzir uma expectativa de

inflação declinante acompanhando o esforço de contenção solicitado aos trabalhadores (e empresas).

Embora sem explicitar metas, o discurso de Carter sugere uma perspectiva de continuidade do crescimento em ritmo lento durante 1980, quando então os efeitos da implementação do programa já teriam atingido uma dimensão suficiente para permitir uma redução mais expressiva da taxa de inflação. Assim conseguir-se-ia atacar o problema da inflação numa perspectiva de longo prazo, estabelecendo a base de uma "prosperidade duradoura". Não se vislumbrava, entretanto, uma inflação zero. Tanto é assim que Carter acenava com possíveis reduções de impostos após 1980 - para sustentar a prosperidade e para impedir a elevação da carga fiscal sobre os contribuintes decorrente do crescimento da renda real e da inflação, ainda que reduzida.

Por fim, Carter reitera, como "quarto princípio" de seu programa, a aceitação do ideário internacionalista. Isso implicaria prosseguir os esforços visando alcançar uma economia mundial aberta e em crescimento - e, nesse sentido, ele manifestaria o seu empenho em conseguir a aprovação durante 1979 do acordo de comércio multilateral em fase final de negociação na rodada Tóquio - mas também o reconhecimento dos limites à ação político-econômica doméstica, colocados pela necessidade de assegurar um dólar "forte e estável".

A retórica utilizada por Carter na apresentação do novo curso imprimido à sua política econômica, procurando suavizar as implicações da receita de austeridade, não convenceria. Há indicações de que predominava na conjuntura de 1979 um clima de apreensão generalizada quanto ao futuro imediato da economia. Assim, uma pesquisa de opinião realizada pelo Gallup, em janeiro, detectava que 62% dos entrevistados julgavam provável a sobreveniência de uma recessão durante o ano. Ainda mais difundida era a expectativa de recessão iminente manifestada recorrentemente pela maioria dos órgãos especializados em previsão econômica. Ao mesmo tempo, a novidade representada pela adoção de bandeiras tradicionalmente conservadoras por parte de uma Administração Democrata e o claro risco de recessão aberta presente na conjuntura atravessada pela economia norte-americana (e mundial) se constituíam em fatos amplamente destacados pela mídia direcionada para o mundo dos negócios. E há indícios,

também, de que entre os *policy-makers* existia uma predominância, se não um consenso, da conveniência de uma recessão (nesse sentido, um resultado deliberado da política econômica).⁸⁸

E efetivamente a economia norte-americana ingressaria em uma fase de progressiva deterioração, já a partir do primeiro semestre de 1979. Assim, contrariando frontalmente a perspectiva estabelecida pela política econômica, a inflação prosseguiria firmemente em sua tendência de alta, atingindo o patamar de dois dígitos desde janeiro (e aí permanecendo por praticamente dois anos). A taxa de inflação, mensurada pelo CPI, registraria a marca de 12,7% em 1979 (contra uma variação de 9,0% em 1978), tendo ultrapassado a taxa (anualizada) de 14% nos meses de fevereiro, maio e junho. Tal evolução se deveu em grande parte à alta experimentada pelo custo da aquisição de residência (refletindo o comportamento das taxas de juros) e especialmente pelos preços da energia. Com efeito, estava em marcha o segundo choque do petróleo, confirmando brutalmente as apreensões que vinham eclodindo desde o auge da crise do dólar: o preço do barril de óleo importado, para contratos de longo prazo, salta de US\$ 12,91 para a faixa de US\$ 24 a US\$ 30 entre dez/1978 e dez/1979; nesse mesmo período o aumento do preço médio do produto importado foi de 87%; enquanto, domesticamente, os preços do óleo cru registravam uma elevação da ordem de 50% durante 1979, refletindo-se em alta semelhante nos

88. A pesquisa do Gallup é citada em Greider (1987), pags. 17 e 734. As projeções freqüentes de recessão são mencionadas pelos próprios documentos oficiais. Assim, segundo o Fed: "For some time now, most forecasters have suggested that the economy is on the verge of recession, but the recession has not appeared." (Federal Reserve, 1980-First, p. 177). "In this environment, the Board reported in July that there appeared a significant threat of a mild recession in the months ahead". (Idem, p. 181). Enquanto o CEA, após manifestar "surpresa" diante da resistência exibida pela economia, relembra: "Forecasts of impending recession were becoming frequent by late 1978, long before the magnitude of the 1979 increase in oil prices by the Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) was perceived. By the middle of 1979 such predictions were common". (ERP, 1980, p. 25). "The decline in real GNP in the second quarter, combined with uncertainties about the energy situation led to a widespread belief that an economic downturn had begun". (Idem, p. 53). Veja-se também Frank (1980), cap. 3, item 4, para uma interessante seleção de matérias da imprensa econômica, as quais descrevem os rumos da conjuntura nos termos indicados acima e sugerem uma postura favorável a uma política firmemente restritiva (aceitando o risco de recessão aberta) por parte do Tesouro e do CEA. E há um testemunho explícito de que Anthony Solomon, do Tesouro, o operador do pacote de sustentação do dólar, teria aconselhado Carter no início de 1979 a optar pela recessão imediatamente, assim evitando o risco de ter a economia mergulhada em estagflação em pleno período de campanha eleitoral. (Cf. Greider, 1987, p. 77).

preços da gasolina (atingindo o consumidor final e influenciando o seu estado de ânimo em relação à Administração vigente).⁸⁹

Outro fator importante que explica o agravamento da conjuntura foi o acentuado declínio da produtividade do sistema econômico. O problema já vinha se manifestando há algum tempo, sendo inclusive motivo de preocupação da equipe de Carter conforme pode ser observado através de seus vários relatórios anuais (ERP). Com efeito, as estatísticas existentes assinalam uma nítida tendência à desaceleração do crescimento da produtividade ao longo das décadas do pós-guerra. Por exemplo, uma sistematização feita por Kendrick, um dos principais estudiosos do tema, revela o seguinte perfil (taxa média anual de crescimento do produto real por unidade de trabalho): 3,5 % em 1948-66, 2,1% em 1966-73 e 1,1% em 1973-78. Em 1978 essa taxa de crescimento se reduz para 0,5% e durante 1979, contrariando a expectativa implícita no programa anti-inflacionário, observa-se uma taxa negativa de crescimento da ordem de 2,2%. Tal comportamento da produtividade teria um significativo impacto inflacionário ao se traduzir em alta do custo salarial unitário para as empresas. Assim, de acordo com o Fed, os custos salariais horários (incluindo salários, *fringe benefits* e contribuições à previdência) registraram em 1979 um aumento em torno de 9%, não muito diferente do observado no ano anterior; entretanto, devido à queda sensível da produtividade (calculada em 2 1/4%, excluindo-se o setor agrícola) os custos salariais unitários experimentaram um salto de 8% para 11 1/2% em 1979. Enquanto o CEA sugere que a evolução dos custos salariais unitários, ajustados para eliminar a influência das variações cíclicas da produtividade, pode ser tomado como medida alternativa do conceito de "taxa subjacente de inflação": os números estimados são menos dramáticos, mas confirmam a mesma tendência de aceleração da inflação.⁹⁰

89. Os dados citados encontram-se em ERP (1980), p.27; Federal Reserve (1980-First), p.183/185; Greider (1987), Appendix B, p.724. O relatório do Fed indica uma elevação ainda maior do CPI em 1979, da ordem de 13 1/4%.

90. "Businesses tend to calculate costs on the basis of long-term trends in productivity and to set their prices accordingly. When nominal wage increases exceed estimated long-term productivity gains, businesses will pass the resulting cost increases through to higher prices if market conditions permit." (ERP, 1980, p. 27). Assim: "With compensation per hour in the private non-farm business sector rising at about 9 percent, the long-term rate of increase in unit labor costs - and thus in this measure of the underlying rate of inflation - appears to be around 7 1/4 to 8 percent, compared to about 6 percent in 1976. If heavier weight is given to the especially poor productivity experience of 1979, the underlying rate may now be in the 8 to 9 percent range". (ERP, 1980, p. 28). Ao longo do tempo, o impacto inflacionário de uma elevação dos custos salariais unitários

Também contrariando as projeções oficiais (e contribuindo para acirrar o clima de pessimismo das expectativas) o crescimento do produto (PNB real) em 1979 foi de apenas 0,8%. É verdade que não se verificou uma recessão aberta (admitindo-se o critério usual da observação de pelo menos dois trimestres seguidos de crescimento negativo para identificar-se uma recessão). Mas o contraste com a performance do biênio 1977-78 é gritante. E não se pode perder de vista que a evolução do quadro conjuntural durante o primeiro semestre do ano exibiu traços nítidos de crescente deterioração, com o registro de queda do produto no segundo trimestre (refletindo um dos momentos mais agudos da crise energética, quando combinaram-se alta dos preços e escassez no fornecimento de combustíveis, afetando severamente a indústria automobilística). As previsões mais sombrias de recessão iminente pareciam, assim, confirmar-se; o pessimismo era reforçado pelo comportamento do índice (governamental) de indicadores econômicos líderes, tido como sinalizador da tendência de evolução da conjuntura, o qual exibiu, em meados do ano, uma retração de 3,3%, a mais forte registrada desde a recessão de 1974.⁹¹

tenderia a ser mais que proporcional na medida em que os novos contratos salariais incorporassem algum grau de indexação. Veja-se uma discussão desse ponto in JEC (1979 - Midyear), onde também encontra-se um resumo do estudo de Kendrick sobre o comportamento da produtividade. Esse relatório calcula em 13,4% a variação do custo salarial unitário (e em 11,7% a variação do custo unitário total) durante o 1º trim/1979 (em relação ao 4º trim/1978). O comportamento da produtividade foi enfatizado por Carter em seu diagnóstico da conjuntura de 1978: "Uma grande parte do agravamento da inflação no ano passado teve sua origem na medíocre produtividade. (...) Com um crescimento mais lento na produtividade, nosso nível de vida como indivíduos e como nação não pode subir rapidamente. Um crescimento mais lento na produtividade significa que são mais escassos os recursos disponíveis para levar a cabo os programas do governo. Significa que grandes aumentos nos salários e em outras remunerações empurram para cima os custos e os preços. Se ignoramos a realidade do crescimento mais lento da produtividade - se os governos prosseguem solicitando recursos sem cessar e os cidadãos privados prosseguem exigindo grandes aumentos em suas rendas monetárias - se agravará nosso problema de inflação." Carter (1979), p. 250. Ver também a análise do declínio da produtividade e a crítica à inação demonstrada pela gestão Carter, contida no relatório anual do JEC (1979), cap. IV: o texto aponta a discrepância entre a projeção do CEA de um crescimento de 0,4 na produtividade em 1979 e a taxa de crescimento de 1,1% implícita nos "voluntary wage and price guidelines" (cf. p.47)

91. ERP (1980), p.26. A "resistência" demonstrada pela economia é julgada surpreendente pelo CEA, o qual observa (sugerindo uma implícita intenção recessiva na condução da política econômica, que acabou frustrando-se): "Periods of economic expansion since World War II have typically come to an end when inflation accelerated and monetary and fiscal policies shifted toward restraint. In 1979, despite rising inflation, restraint on aggregate demand from monetary and fiscal policies, and a huge 'oil tax' levied by OPEC, the economy continued to move forward." ERP (1979), p. 29. Aparentemente a conjuntura confirmaria a hipótese de Wojnilower da centralidade do *crunch* de oferta de crédito (caso geral) ou de petróleo (caso particular) na deflagração das recessões observadas no pós-guerra. Assim, ele observa: "(...) what is noteworthy is that on two separate occasions (late 1973 and early 1979) the U.S. economy in the advanced, supposedly vulnerable stages of cyclical expansion was garroted by a severe unanticipated constriction of oil supply, immediately responded with a sizable decline in aggregate output, but instantly revived once the

A execução da política fiscal em 1979 seguiu uma orientação restritiva. Isso não refletiu, entretanto, uma política explícita de corte do gasto público, mas sim uma desaceleração do seu crescimento em valor nominal numa conjuntura de alta inflacionária. Assim, tomando-se como referência o ano fiscal, observa-se que a despesa orçamentária (inclusive transferências) exibe uma taxa de crescimento da ordem de 9,7% em 1979 contra 12,1% em 1978. Dessa forma, em valor real, a despesa é mantida no mesmo patamar em 1978-79 - um comportamento que, durante a década, ocorreu apenas nas conjunturas igualmente restritivas de 1970-71 e 1973-74. Ao mesmo tempo, a receita orçamentária cresce, em termos nominais, cerca de 15,9% em 1979 contra 12,3% em 1978 - a despeito do alívio fiscal propiciado pelo Revenue Act aprovado em 1978. Tal comportamento da receita se deveu basicamente ao forte crescimento da arrecadação do imposto de renda individual (cerca de 20,3%), decorrente da elevação das rendas nominais (e, portanto, da carga tributária) associada à aceleração inflacionária.⁹²

Assim, o déficit orçamentário é reduzido substancialmente em 1979, situando-se abaixo de US\$ 30 bilhões (cerca de 1,1% do PNB), o menor patamar de todo o período Carter. Não se deve perder de vista que, enquanto o governo federal revisava a sua política fiscal, os governos estaduais e locais desde 1977 vinham exibindo expressivos superávits orçamentários (acima de 1% do PNB). O impacto contracionista sobre a economia proveniente do comportamento das contas do governo não foi, portanto, desprezível. A inflexão experimentada pela política fiscal torna-se ainda mais nitida, observando-se a evolução do déficit (superávit) de alto emprego: os dados (para o ano calendário) mostram a passagem de um déficit de - 0,3% no segundo semestre de 1978 para um superávit de 0,6% (do PNB) ao término do primeiro semestre

shortage ended despite enormous and largely permanent price increases in the universal quantity. oil." Wojnilower (1980), p. 304. A referência ao índice de indicadores econômicos líderes é extraída de Krieger (1986), p. 1.

92. O ano fiscal compreende o período 1 de outubro a 30 de setembro, sendo designado pelo ano em que termina. Os dados acima foram retirados das séries históricas publicadas pelo OMB (Fiscal Year 1988). Embora haja algumas discrepâncias com as informações do ERP (1980 e 1981), elas não alteram as tendências mencionadas. O valor real da despesa orçamentária foi de US\$ 652.2 bilhões em 1978 e US\$ 660.2 bilhões em 1979, tendo sido calculado com o uso de um deflator composto (e não do CPI).

de 1979. Essa variação é de magnitude comparável, por exemplo, à que se observou em idêntico período de 1968/69 (1,2% do PNB) levando à contração de 1969/70.⁹³

Cabe notar, ainda, que a proposta orçamentária de 1979, à margem dos efeitos macroeconômicos pretendidos, incorporou uma revisão de prioridades antecipadora, no essencial, do movimento que viria a associar-se à imagem da Administração Reagan. O esforço de contenção de despesas - as quais, como proporção do PNB, se reduzem de 21,1% em 1978 para 20,6% em 1979 (ano fiscal), o nível mais baixo desde 1974 - excluiu deliberadamente os gastos com a defesa nacional. Tais gastos, que vinham declinando desde o pico atingido em 1969 (9,6% do PNB), estabilizam-se em 4,8% no biênio 1978-79, ingressando em um período de elevação consistente que se prolongaria até 1986. A inflexão experimentada pelo comportamento dos gastos militares é especialmente nitida observando-se os dados desagregados: salta à vista que as encomendas de artefatos militares (discriminadas no item *Procurement*) crescem 27,2% em 1979, respondendo por aproximadamente metade do acréscimo total de gastos com a defesa; embora crescendo vigorosamente, em nenhum momento do período Reagan se registraria uma variação dessa ordem.⁹⁴

Com efeito, observa-se durante a Administração Carter uma guinada impressionante na condução da política internacional, abrindo o caminho para a escalada de um novo (e ameaçador) ciclo de guerra fria. O tom das declarações iniciais de Carter de forma alguma permitia prever tal evolução - por exemplo, em discurso na Universidade de Notre Dame, em 22 de maio de 1977, ele anunciava o fim do "medo descontrolado do comunismo" uma vez que a ameaça da União Soviética havia se tornado menos intensa. Igualmente, na montagem de seu

93. Os dados são do ERP (1980), p.50. O déficit de alto emprego foi de US\$ 6.8/6.6 bilhões no final de 1978, passando para um superávit de US\$ 14.3 bilhões no segundo trimestre de 1979 (e mantendo-se relativamente estabilizado no restante do ano). O ERP (1981) apresenta dados diferentes, os quais reduzem à metade o efeito contracionista, porém confirma que a reversão (mais branda) da política fiscal concentrou-se no primeiro semestre. Tenha-se em conta que o comportamento das finanças estaduais e locais vinha demonstrando estabilidade suficiente para ser, em boa medida, antecipado pelas autoridades econômicas, permitindo-lhes calibrar, caso o desejassem, uma restrição mais suave a nível federal (diferentemente do que se observou). E numa perspectiva de longo prazo o impacto da restrição fiscal é subestimado pelos números mencionados, uma vez que o CEA revisou o conceito de "alto emprego", o qual passou de uma taxa de desemprego de 4,5% na década de 60 para 5,1% em 1979. Ver a respeito Bowles et alii (1989), cap. 5. Sobre a variação do déficit de alto emprego em 1968/69, ver Dornbush e Fisher (1990), p. 163.

94. Os dados foram extraídos das séries históricas publicadas pelo OMB (Fiscal Year 1988).

secretariado, Carter recorreu a quadros oriundos da Trilateral, ignorando a opção de recrutar personalidades reconhecidamente afinadas com as correntes da política norte-americana defensoras de uma postura agressiva de enfrentamento do comunismo. Estes “falcões” da política de segurança nacional se opunham visceralmente à *détente* consagrada por Nixon, brandiam com alarma os números do crescente gasto soviético com a defesa, os quais projetavam (enganosamente) uma tendência de superioridade militar, e ainda levantavam (ardilosamente) a ameaça de um *first strike* estratégico (i.e., o risco do arsenal de mísseis dos Estados Unidos ser destruído por um ataque nuclear soviético, não permitindo retaliação).

Mas, a despeito da retórica suave praticada por Carter durante algum tempo, não havia uma linha de ação consistente sendo executada. Ao contrário, a política exterior para a União Soviética (e China) durante o período foi marcada pelo notório conflito de posições entre o Conselheiro para Segurança Nacional, Zbigniew Brzezinski, e o Secretário de Estado, Cyrus Vance. Contrastando com o pragmatismo e cautela professados pelo Secretário de Estado (e outros integrantes da Administração), o qual apontava para uma linha de aprofundamento da *détente*, as iniciativas de Brzezinski eram francamente beligerantes, reveladoras de um anti-comunismo intransigente que parecia ter como alvo não apenas a contenção mas a desestabilização do poder soviético. O pano de fundo da disputa pelo controle sobre a formulação da política exterior de Carter era a divisão existente no interior do *Establishment* responsável por essa área da ação estatal, motivada pela derrota no Vietnã e com projeção no Partido Democrata. O imperativo político-eleitoral de lograr arbitrar um difícil (senão impossível) equilíbrio entre as facções integrantes de sua coalizão de apoio explicaria a inconsistência das diretrizes governamentais; nesse quadro ganharia força crescente a pressão da direita, inconformada com as demonstrações de “fraqueza” de uma Presidência Democrata, estimulando, à medida que a conjuntura eleitoral se aproximava (num cenário econômico em deterioração), uma brusca conversão ao “liberalismo de guerra fria”.⁹⁵

95. Como observa Alan Wolfe: “At least one major faction of the foreign policy establishment had come to view the course pursued in Southeast Asia as leading to disaster. (...) A post-Vietnam strategy required greater emphasis on economic intervention: a sharing of power with allies; arms control and the furthering of *détente* with the Soviet Union, and a shift of emphasis from the East-West split to issues that divide North and South. But that is the wrong lesson to draw, complained a more traditional view that still held strong sway in the National Security establishment. (...) If anything, the lesson to be learned from it is that the United States

Assim, o relacionamento com a União Soviética entraria rapidamente numa zona cinzenta. Ao mesmo tempo em que manifestava interesse em alcançar um novo acordo de limitação das armas estratégicas (SALT II), sinalizando a intenção de aprofundar a *détente*, a proposta inicial de Carter era reconhecidamente desbalanceada, parecendo ter como objetivo criar um impasse nas negociações. Durante 1977 o acordo seria eficazmente bloqueado pela ação dos "falcões" do *Establishment* e seus representantes no Congresso. Em maio de 1978 Brzezinski promoveria uma aproximação com a China, acenando com a perspectiva de uma aliança estratégica contra a União Soviética. Logo em seguida Carter lançaria mão de um discurso duro contra os soviéticos e em dezembro faria uma firme defesa da ampliação dos gastos militares.

O aspecto sinistro desse processo derivou, sobretudo, do fato da intensificação dos gastos com a defesa contemplar diretamente o desenvolvimento de uma coleção de armas estratégicas que dariam aos Estados Unidos o suposto poder de realizar um *first strike* aniquilador do poder militar do inimigo, tornando a guerra nuclear uma opção real.⁹⁶ O fantástico projeto do míssil MX, a melhor expressão da nova linha de armamentos, seria aprovado por Carter em junho

must be even more determined to show the world that its power has not abated. That means an increase in defense spending to make good the loss in strategic balance brought about through America's preoccupation with Vietnam: the rekindling of competition between the Soviet Union and the United States, and a vigilant outlook on the world to insure that no more countries fall into the Communist orbit. Although these two perspectives on the U.S. failure in Vietnam lean in radically different policy directions, the problem for Carter is that both views are strong in the Democratic Party. If he is to preserve the precarious coalition over which he presides, both to insure his renomination and to avoid anarchy at the highest levels of power, Carter must find a way to prevent a full-scale war from breaking out between the factions that represent these two sets of ideas." Wolfe (1978), p. 754. A tentativa de conciliar as demandas provenientes das duas alas do Partido engendraria uma política externa indefinida (tornando-a ineficaz). "From now on, the Americans would stand up to the Russians, as Brzezinski had all along desired. But since Gelb, Cyrus Vance and other pragmatists were still in high places, and since the fallout from Vietnam had not settled, America would also seek *détente*. Thus the foreign policies of Harry Truman and Richard Nixon were linked. The Administration would simultaneously seek competition and cooperation with the Soviet Union". Wolfe (1980, b), p. 610. Um breve e esclarecedor relato do encaminhamento tortuoso imprimido às relações triangulares com a China e União Soviética, e o papel de Brzezinski nesse processo, encontra-se em Garret (1980), p. 43/54. E sobre as pressões, bem sucedidas, exercidas pelas correntes militaristas (aninhadas no influente Committee on the Present Danger) ver Cypher (1981), p. 21/22.

96. Fato que assinalaria a maturação de uma mudança de concepção doutrinária, da contenção (*deterrence*) para a *counterforce*: "A counterforce policy has definite offensive implications. It targets an opponent's weapons (such as missile silos) and military command, control and communications structures, with the idea that they could be destroyed before they are used, thus providing the aggressor with a decisive military advantage. Such a counterforce capability potentially provides the nation that initiates a nuclear attack the ability to achieve a *first strike*. (...) (i.e.) a strategic first strike - a sudden, preemptive, disarming first strike rendering an opponent unable to respond. Counterforce policy thus has war-fighting connotations." Grover (1989), p. 134.

de 1979. Dai duas semanas, concluindo um período inesperadamente longo de gestação, ele assinaria em Viena o acordo SALT II, o qual, na verdade, ratificava a superioridade militar norte-americana.⁹⁷ O acordo se tornaria um natimorto. Sinais de uma eventual aproximação militar com a China (recolocando a ameaça de uma aliança estratégica) e a decisão tomada em dezembro pela NATO de modernizar seus armamentos nucleares intensificaram as tensões com a União Soviética. A invasão do Afeganistão, que se seguiu a estes eventos, deu o pretexto para Carter reorientar sua política na direção em que os ventos sopravam: denúncia intempestiva da *détente*, retirada do acordo SALT II do Senado, sanções econômicas (embargo das exportações de cereais) contra a União Soviética, proclamação da doutrina Carter (declarando um protetorado norte-americano os países aliados do Golfo Pérsico diante da ameaça do expansionismo soviético) e, o mais impressionante, formulação de uma estratégia ofensiva (*counterforce*) que admitia a opção de uma guerra nuclear limitada (consubstanciada na Presidential Directive 59, redigida pela assessoria de Brzezinski).⁹⁸

A decisão de promover uma firme ampliação dos gastos com a defesa refletiu, portanto, a incidência de fatores que definem um cenário de grande complexidade. Não se tratou de uma medida de conteúdo essencialmente econômico - qual seja, reativar uma modalidade de gasto de fácil sustentação junto a uma ampla constelação de interesses visando enfrentar uma

97. "MX was not, and is not, a bargaining chip to be used at the table with the Soviets. But it was a bargaining chip to be used with the U.S. Congress, with the intent of buying Senate votes for ratification of the treaty, opposition to which had become a kind of cause celebre to conservatives of both parties opposing detente. The treaty simply could not have been ratified without Carter agreeing to strongly endorse the MX, and to significantly increase defense spending, both of which he did." Grover (1989), p. 146/147. Ver Wolfe (1979) para uma análise detalhada desse ponto.

98. A doutrina Carter é sintetizada na seguinte passagem da "State of the Union Address" de janeiro de 1980: "Any attempt by an outside force to gain control of the Persian Gulf Region will be regarded as an assault on the vital interests of the U.S.A. - and such an assault will be repelled by any means necessary, including military force." Citado em Cypher (1981), p. 22. Paralelamente Brzezinski dava declarações apontando a crise do Afeganistão como a mais séria ameaça à paz mundial desde a Segunda Guerra Mundial. Alan Wolfe chama a atenção para o papel da conjuntura eleitoral (com Carter enfrentando dificuldades no interior de seu Partido): "The road to renomination led through war scares, Presidential declarations and the Soviet threat. The further Carter moved toward a classic Trumanesque doctrine of simplistic anti-Soviet impulses, the more secure his renomination became. Thus, it would be incorrect, in my view, to attach too much seriousness to Carter's announcement of a new doctrine for the Middle East." Wolfe (1980, b), p. 610. Sobre a PD 59 ver Grover (1989), p. 151, o qual também destaca "(...) the president's precarious political situation as he struggled to project himself as a tough, even nationalistic, candidate for reelection". O fato é que um novo ciclo de guerra fria entrara em livre curso. Sobre a reação (de apreensão) despertada na Europa pela diplomacia de Carter ver Calleo (1987), cap. 5 e Insulza (1981).

preocupante conjuntura econômica em deterioração. Mas não há porquê negar todo papel a esse aspecto da opção pelo retorno ao liberalismo de guerra fria: certamente a manipulação dos gastos militares representaria, no mínimo, uma válvula de segurança numa conjuntura de incerteza aguçada e pré-eleitoral. O paralelismo com ciclos anteriores de guerra fria observados durante as Presidências Truman e Kennedy, em termos de um cenário comum caracterizado pela percepção de desafio à hegemonia no plano mundial e dificuldades econômicas no nível doméstico, é realmente notável. E, mais especificamente, seus efeitos sobre Estados importantes no xadrez da política norte-americana (Califórnia, Texas, Massachusetts, Nova Iorque, Connecticut), onde se concentra o complexo industrial-militar, poderiam trazer os desejados dividendos eleitorais - ou, pelo menos, a superação de obstáculos enfrentados num difícil embate interno ao Partido Democrata.⁹⁹ Não se perca de vista, entretanto, que, diferentemente daquelas experiências pretéritas de militarização, o episódio de 1979/80 ocorre num contexto de aceleração inflacionária que determinou o abandono da política de crescimento.

Enquanto a política fiscal experimentava a correção de rota descrita acima, a política monetária seguia um curso não convencional naquelas circunstâncias, sugerindo a impressão de imobilismo diante do agravamento da conjuntura. O seu objetivo central, conforme lembrado pelo CEA, era o de reforçar o ataque desferido contra a inflação, para isso lançando mão da restrição monetária e creditícia com a conseqüente elevação das taxas de juros. O Fed estabelecera metas de crescimento para os agregados monetários da ordem de 1 ½ % (limite inferior) a 4 ½ % (limite superior) para o M₁ (em comparação com um aumento de 7 ¼ % observado em 1978) e de 5 a 8 % para o M₂. Tais metas já incorporavam uma estimativa dos

99. Ver, nesse sentido, a análise de Adams e Gold (1979), os quais sugerem que o orçamento de defesa permitiria evitar a materialização de uma recessão forte demais e/ou longa demais, colocando em risco o objetivo da reeleição. E Cypher (1981) ilustra concretamente o argumento ao apontar o papel dos gastos militares no amortecimento da recessão de 1980: "For example, in the second quarter of 1980 the Gross National Product fell further and faster than at any time in the entire post-Second World War period. Speculation that the economic situation might duplicate that of 1929 was widespread. Then, almost as suddenly, the recession of 1980 was over. Few noted that one of the major reasons for this reversal was the huge jump of roughly \$ 25 billion in new military contracts issued in fiscal 1980. (Easy bank credit extended to corporations and a rapid run-up in the money supply also greatly contributed to this turnaround). Military prime contract awards jumped 35 percent above 1979 levels in the critical second and third quarters of 1980, while the hard pressed manufacturing sector saw its military contracts increase 48 percent. Although the demand for investment goods was weak in 1980, the business press clearly recognized that the demand for such goods (particularly aircraft) was buoyed by the military market in the second half of 1980". (p. 15)

efeitos esperados das inovações desenvolvidas pelo mercado e introduzidas em 1979 no Estado de Nova Iorque (trata-se do ATS e da conta NOW, que desviariam recursos dos depósitos à vista). Entretanto, o comportamento dos agregados monetários, afastando-se completamente da trajetória estipulada, indica com clareza o grau de dificuldade operacional enfrentado pela política monetária. Assim, observa-se um expressivo *undershooting* durante o primeiro trimestre (com redução do M_1 e crescimento do M_2 à taxa anualizada de 2%), seguido de um substancial *overshooting* de março a junho (quando ambos os agregados exibiram taxas de crescimento da ordem de 12 % a.a.), tendência que prosseguiria em julho - isso sem que a orientação explicitamente restritiva da política monetária tivesse sofrido qualquer mudança.¹⁰⁰

Mas apesar das metas monetárias estarem sendo exageradamente ultrapassadas, com a inflação se acelerando e a recessão se insinuando, o Fed parecia receoso de empreender qualquer ação que pudesse acabar se revelando uma *overreaction*. Assim, chama a atenção o contraste observado na manipulação da taxa de desconto em 1978 e 1979: nada menos que doze modificações, que elevaram-na de 6 para 9,5 % ao ano, durante 1978; nenhuma modificação até 20 de julho de 1979 (coincidindo com a reforma do secretariado de Carter que deslocou Miller do Fed para o Tesouro). Igualmente, a *federal funds rate* é ligeiramente ajustada (0,25 %) apenas em maio, permanecendo inalterada até julho (em 10 ¼ % a. a.).

A atuação do Fed é intensamente contestada, aguçando-se a falta de sintonia entre os condutores da política econômica. Paradoxalmente, o CEA e o Tesouro, preocupados com um fracasso prematuro do programa anti-inflacionário, pressionam abertamente o Fed para que apertasse a política monetária, conforme evidenciado por sucessivas declarações veiculadas pela imprensa durante o mês de abril. Diante desse inusual exercício de *Fed-bashing* Miller reagia referindo-se ao vazamento pela imprensa de "idéias falidas" e lembrando que a elevação das taxas de juros não faria baixar os preços da energia e ademais seria arriscado em um contexto de crescimento lento como já se vinha observando. E no próprio Fed o comando de Miller, que nunca fora tranqüilo, vinha rapidamente se deteriorando: em reuniões do FOMC realizadas em março e

100. Diversos fatores específicos são usualmente apontados como explicações *ad hoc* dessas oscilações dos agregados monetários. Ver ERP (1980), p. 53 para um exemplo dessa linha de análise.

abril Volcker, Wallich e Coldwell assumem formalmente uma posição contrária à do *chairman*, defendendo um endurecimento da política monetária.¹⁰¹

As dificuldades e incertezas da política econômica não demorariam a se refletir no comportamento dos mercados de câmbio. O programa de defesa do dólar de 1 de novembro de 1978, uma vez acomodadas as fortes pressões observadas no início de sua implementação, vinha exibindo um resultado claramente favorável. Com efeito, entre o final de dezembro e o final de maio o dólar acumulou uma valorização da ordem de 5,5 % contra o marco, de 7,5 % contra o franco suíço e de 14,5 % contra o iene. Nessa altura, as obrigações financeiras contraídas pelo Fed e pelo Tesouro durante as pesadas intervenções de novembro e dezembro e que despertaram apreensões em algumas autoridades, haviam sido inteiramente saldadas. E um sinal ainda mais sugestivo: durante os meses de abril e maio o Fed e demais bancos centrais realizaram freqüentes operações de intervenção para impedir uma apreciação mais forte do dólar.

Entretanto, o equilíbrio alcançado era frágil e não resistiria à evolução desfavorável da conjuntura. Em junho reiniciava-se o movimento especulativo contra o dólar. O diferencial de juros favorável aos ativos denominados em dólar vinha se reduzindo em decorrência do imobilismo do Fed em paralelo à elevação das taxas de juros na Alemanha e no Japão em resposta à aceleração da inflação. Os mercados rapidamente desenvolveriam expectativas "baixistas", demonstrando dúvidas em relação à firmeza do compromisso com a busca da estabilidade monetária manifestado pela Administração Carter. Igualmente reapareceriam as notícias de que os países árabes teriam a intenção de diversificar seus portfólios, o que, combinado ao sucesso inicial do EMS, contribuía para fragilizar a posição do dólar (por exemplo, sinalizando uma hipotética futura substituição parcial do dólar pelo ECU como meio de pagamento internacional). Assim, após alguns meses de calma, uma queda de 3 % em uma semana contra diversas moedas anunciaria o retorno do espectro da crise.¹⁰²

101. Ver Kettl (1986), p. 169/171; Greider (1987), p. 78/79; Reich (1984), p. 139. Reich reflete bem a impressão deixada pela gestão Miller, ao encerrar-se em julho seu breve comando: "Not since the Depression had the Federal Reserve seemed so ineffective, so listless, so demoralized" (p. 139).

102. Em valores mensais a variação é menor, mas a mudança de sinal é clara: a relação com o marco, por exemplo, mostra uma apreciação contínua de março (1.860 DM/U.S.\$) a maio (1.908) e depreciação em junho (1.884). Para uma reconstituição detalhada ver Mayer (1980), cap. 9.

A forte turbulência que vinha atingindo a economia num ritmo aparentemente descontrolado - choque do petróleo (com o preço *spot* do barril saltando de U.S.\$ 12,70 em outubro/78 para U.S.\$ 36 em junho), escalada do custo de vida, queda da atividade econômica (mas ainda sem impactar o nível de emprego), dificuldades no abastecimento de petróleo submetendo os consumidores à experiência exasperante das filas nos postos de gasolina - golpearia sem piedade a popularidade de Carter, pondo em sério risco o projeto de reeleição. Nessa altura, diferentes pesquisas de opinião apontavam uma dramática queda nos índices de aprovação de sua Administração e projetavam uma derrota certa frente a qualquer adversário Republicano. No interior do Partido Democrata despontavam com força as lideranças alternativas do senador Kennedy e do governador Brown e, o que suscitava os maiores temores, as pesquisas revelavam uma esmagadora preferência do eleitorado democrata em favor de Kennedy contra Carter. Sem dúvida, esse terá sido o ponto crítico de todo o seu mandato.¹⁰³

A crise desnorteia o governo e a tentativa de reação de Carter acabaria se traduzindo num agravamento da crise, levada ao paroxismo da proximidade de um ponto de ruptura. A percepção dominante, externa e internamente, era de que a administração da crise exigia um enfrentamento resolutivo da questão energética por parte dos Estados Unidos. A despeito das declarações de intenções nesse sentido, reiteradas desde 1977, e dos compromissos assumidos no *summit* de Bonn, as importações norte-americanas de petróleo permaneciam irrefreadas, dificultando a resolução dos desequilíbrios internacionais. Ainda que a demora na formulação de uma política energética fosse devida aos obstáculos encontrados no Congresso (que resistia aos planos de eliminação dos controles de preços), a passividade nessa área tendia a ser vista como um sinal do despreparo e incompetência da Administração Carter. Durante o *summit* de Tóquio, no final de junho, Carter e Schmidt se digladiariam precisamente em torno dessa questão. E as divisões internas em seu governo se acentuariam, conduzindo Carter a uma sucessão de passos

103. "There is a moment in every failing government, it seems, when the full quality of disarray is revealed. Before, central policies were slipping and political support may have been strained, but supporters still had reason to hope that a recovery was possible. But now, all at once, some magnificent weakness becomes obvious (and in time it comes to represent the fatal incapacity of the regime). From then on there may be victories - support momentarily recouped, advantages taken - but there is little likelihood that political defeat and harsh historical judgement can be avoided." Krieger (1986), p. 1. Krieger cita uma pesquisa do New York Times/CBS News: o Economist July 7, 1979, p. 43/44 cita uma pesquisa do Gallup.

desconcertantes. Seu principal assessor para assuntos domésticos, Stuart Eizenstat, deixa vaziar um memorando descrevendo em tom dramático a situação então vivida por Carter (e, assim, inadvertidamente deixando o Presidente em posição embaraçosa).¹⁰⁴ Seus conselheiros propunham uma reação sem demora, na forma de um pronunciamento à Nação. Este chega a ser anunciado e em seguida é cancelado sem explicações, enquanto Carter se retira da Casa Branca para a residência presidencial de Camp David, onde permaneceria recluso durante dez dias reunindo-se com mais de cem personalidades de diversas áreas para debater a crise e colher impressões e sugestões de ação.¹⁰⁵ Enquanto isso, uma enorme expectativa ia sendo criada. O seu retorno se faria com a fala à Nação de 15 de julho, quando, retomando a retórica religiosa e populista (balizada pelo resgate de valores tradicionais e pelo ataque ao “governo”, a “Washington”) que utilizara para eleger-se, assinalaria a existência de uma “crise de confiança” atravessando a sociedade americana, expressão da corrosão sofrida pelos valores morais que sustentavam a ordem social desde a sua fundação. Simultaneamente anunciaria um plano para a área energética que, recusando as opções da liberação de preços e do racionamento, despertou desconfiança generalizada quanto à sua adequação.¹⁰⁶

104. O Economist July 14, 1979, publicaria em sua capa um trecho do memorando de Eizenstat ao Presidente, datado de 28 de junho: “Since you left for Japan, the domestic energy problem has continued to worsen. Nothing else has so frustrated, confused, angered the American people - or so targeted their distress at you personally. ... All of this is occurring at a particularly inopportune time. Inflation is higher than ever. A recession is clearly facing us ... Opec is raising prices once again. The polls are lower than they have ever been. Kennedy's popularity appears at a peak. And the Congress seems completely beyond anyone's control”.

105. Ver a matéria “Carter tries again”, do Economist July 14, 1979, p. 31/32, que descreve o episódio e revela as divergências entre Eizenstat, o Secretário de Energia e o Tesouro. O editorial “Carter at sea”, p. 11/12, é representativo da avaliação crítica que os porta-vozes do capital faziam da gestão Carter: “... muddle and uncertainty have marked ... the Carter administration as a whole”; “the general incoherence”; “the lack of leadership”; etc. E caracteristicamente atacava o núcleo político da Casa Branca: “The place with the least sense of direction, however, is the White House itself, whose Georgian staff seem so ignorant of the way things work that almost no policy - good or bad - appears to get translated into action”.

106. Ver a matéria “The president turns candidate”, The Economist July 21, 1979, p. 35/36, e o editorial “Night of the long penknives” (id. p. 12), que resume o plano energético sob o título “Six pointless?” e observa: “Scepticism abroad has sent the dollar tumbling and the price of gold over \$ 300 an ounce”. Um editorial do New York Times assinalava que “o presidente parece estes dias mais preocupado com seu próprio futuro político do que com os problemas energéticos do país” - citado in Piccone (1980). Piccone, que situa o fenômeno do “carterismo” no contexto da crise econômica e social dos Estados Unidos pós-1968, faz a seguinte leitura do episódio: “El tradicional aparato del Partido Demócrata, que nunca ha confiado en él, tiene ahora un Kennedy que lo represente, y el ala populista que tomó en serio su fraseología antiburocrática desde hace tiempo se ha inclinado por Brown (...). En este contexto, resultan comprensibles los discursos de Carter sobre la energía. Por una parte, tratan de ganar a Kennedy por la mano proponiendo un enfoque a la

Ao discurso de 15 de julho, planejado para marcar a retomada do controle da situação com vistas na reeleição ameaçada, seguiu-se uma surpreendente renúncia coletiva de seu gabinete e *staff* de assessores, como se pretendesse recomeçar o seu governo. A perplexidade suscitada por esse lance, inusual na história política norte-americana, amplificaria a irritação e o desencanto com seu governo à medida que seu desenlace resumiu-se na substituição de cinco secretários, aparentemente por motivos menores, e na permanência do criticado grupo de conselheiros que Carter trouxera da Geórgia. No “imbroglio”, Blumenthal (naquele momento visto como defensor da austeridade) deixa o Tesouro, substituído por Miller (cuja atuação à frente do Fed vinha sendo contestada interna e externamente). E por essa via a crise política repercutiu sobre a economia, desestabilizando os mercados e, assim, precipitando a formação de um consenso conservador.¹⁰⁷

O aguçamento das incertezas desencadeado pelos desdobramentos do lance político-eleitoral de Carter daria margem a uma febril onda especulativa contra o dólar. Com a política monetária à deriva - num momento em que, para os mercados, uma condução “profissional” só poderia ser de aperto monetário; e ainda a desconfiança de que a mudança de comando no Tesouro subordinaria a política fiscal aos imperativos do ciclo político-eleitoral, indo

cuestión energética típico de la escuela del *Welfare State*, de la que hoy Kennedy es el representante más destacado y carismático. Por otra, relanzan el personal estilo de predicador sureño de Carter, que en su opinión le hizo presidente en 1976 y también debería desarmar a Brown”. (p. 97) A estratégia de Carter era certamente de alto risco, como apontou um de seus secretários: “How could we run against Washington and government when the President was both?” - citado em Krieger (1986), p. 5. Com efeito, como observa Krieger: “Carter could not run successfully as an anti-Washington incumbent who admitted that the nation was directionless, lacking confidence in its leadership and expecting the future to be worse than the present.”. (p. 10)

107. Ver a matéria “The cabinetmaker selects his new timber”, *The Economist* July 28, 1979, p. 39/43. O editorial “Night of the long penknives” (July 21) falava em “amadorismo” e diagnosticava: “... things will still not get done unless there is some understanding of how the world works ... Direction and professionalism are still the great needs of the Carter administration.” Por isso mesmo, concluía: “If heads are to roll, it is those in the White House itself that should roll first.” Carter, entretanto, dispensaria o profissional Blumenthal, mantendo o grupo de amadores da Geórgia. É interessante que, para essa perspectiva, o populismo é aceitável dentro de certos limites: “There is much to be said for mobilising public opinion at this time, both to get Americans to use less energy and to get them to exert pressure on congress to enact a full energy programme. To that extent, Mr. Carter’s decision to take his message directly to the people is a good one.” (id *ibid*). Greider (1987), cap. 1, faz uma descrição da reação nervosa dos mercados financeiros e de câmbio. Ele recolhe a seguinte reflexão de Eizenstat: “When the President asked for the resignations of his Cabinet unexpectedly, the financial markets became very jittery. Interest rates were already high and the markets did not really know what was going on. They were thinking of the European model where governments fall.” (p. 19)

contra o que os mercados julgavam ser uma condução "profissional" (i. e., austeridade fiscal e prioridade no combate à inflação); com as reticências despertadas pelo plano energético e, portanto, a percepção de uma conta comercial estruturalmente frágil; e - *last but not the least* - com o Bundesbank demonstrando resistência a sancionar passivamente o que, na sua perspectiva, era uma má política econômica realizada pelos Estados Unidos e, assim, elevando a taxa de juros na Alemanha (em julho, com a especulação contra o dólar à solta); tendo tudo isso como pano de fundo não é de estranhar que o pânico voltasse a assolar os mercados. Durante o mês de julho o dólar declina acentuadamente, o preço do ouro começa a subir velozmente e o Fed se vê obrigado a realizar sucessivas operações de intervenção.¹⁰⁸

A nomeação de Paul Volcker, um quadro da inteira confiança de Wall Street e da comunidade financeira internacional, para ocupar a chefia do Fed foi um sinal inequívoco de que Carter não pretendia (ou sentia não poder) aventurar-se em experimentos mal vistos pelos mercados na área da política monetária. A prioridade conferida ao enfrentamento da inflação era, dessa forma, reafirmada com maior poder de persuasão ao entregar o bastão de comando da política econômica para alguém que, na percepção dos mercados, era dotado de um claro e correto senso de direção. E Volcker não deixaria dúvidas sobre qual seria a direção: pregando a necessidade de disciplina monetária e a aceitação de um crescimento moderado durante um período relativamente longo, ele trataria de ajustar para cima as taxas de juros em agosto e novamente em setembro.¹⁰⁹

108. Ver a matéria "Volcker and Miller to the rescue". The Economist July 28, 1979, p. 43, que conclui: "But the days when the United States could deal with its domestic economic problems regardless of international opinion are gone. Although the higher interest rates announced on July 20th will almost certainly intensify America's recession, the Fed has been more concerned about regaining the confidence of the foreign money markets and ending the slide of the dollar that followed Mr Carter's energy speech and the subsequent cabinet changes." E o editorial "The dollar falls" (p. 79) observa: "When Mr Jimmy Carter stumbles, the dollar falls. (...) the foreign exchange markets are understandably nervous. Last November's 'rescue' seems to have rescued nothing at all: the dollar is heading back to where it was before the November package. As Mr Paul Volcker takes over at the Fed, his fellow central bankers are crossly having to support the dollar again." Mayer (1980), p. 303/4, descreve a situação de pânico desatada em julho.

109. Eizenstat observaria sem rodeios: "Volcker was selected because he was the candidate of Wall Street. This was their price, in effect." - citado in Greider (1987), p. 47. E um economista genuinamente liberal descreveria com espírito a decisão de Carter: "To that position (Tesouro) he moved the accommodating G. William Miller (...) Assorted gnomes in Switzerland, West Germany, London's City and our own Wall Street instructed the President that they expected him to appoint a valiant warrior against inflation, a sound-money hero, a banker resolute in his determination to endure bravely the bankruptcy and unemployment of others.

Mas tão somente um *background* irrepreensível e uma postura típica de banqueiro central não bastariam a Volcker para desarmar a crise. Em agosto a taxa de desemprego registraria, após meses seguidos de estabilidade, uma clara elevação e as projeções apontavam uma tendência de deterioração. As previsões (inclusive oficiais) de recessão em marcha refletiam uma opinião generalizada e os riscos que ela representaria para a estratégia eleitoral de Carter contribuíam para manter acesas as desconfianças em relação à manutenção de um pulso firme na condução da política econômica. E a expansão monetária prosseguia suscitando a impressão de escapar ao controle. O próprio Fed, cujo processo decisório obedece a deliberações tomadas por votação no âmbito do *Board* de Diretores (7 integrantes) e do FOMC (12 integrantes), terá caminhado numa velocidade lenta dado o grau de ansiedade que atravessava os mercados. Assim, a elevação da *federal funds rate* e da taxa de desconto em meados de setembro mostrou-se limitada face às expectativas dos mercados e, o que é pior, evidenciou um *Board* ainda fragmentado e, portanto, indeciso. A mudança do *chairman*, afinal, talvez não representasse uma mudança significativa na linha de ação - sempre "*too little and too late*" - da política monetária.¹¹⁰

Enquanto os sinais provenientes dos Estados Unidos suscitavam uma leitura nervosa e pessimista pelos mercados, na Alemanha o Bundesbank, que desde 1974 vinha desfrutando de uma notável confiança do setor privado na sua capacidade de manter sob controle a inflação, engajava-se numa política monetária firmemente restritiva. Cabe notar que o Bundesbank havia introduzido em 1975 a sistemática de estabelecer metas de crescimento anual para a oferta de moeda, pautando-se, entretanto, por uma razoável flexibilidade (i.e., tolerando sucessivos *overshootings*). Em 1978, porém, o desvio em relação à meta foi bastante significativo,

Everyone agreed that just the man was Paul Volcker (...)" Lekachman (1980), p. 17. Sobre as reações iniciais e avaliações do que deveria ser a ação de Volcker ver a matéria "Willing patients for Volcker's patent medicine", *The Economist* August 4, 1979, p. 71/2; a matéria conclui: "All had been looking for signs of leadership from someone in Washington with strong, coherent views. Mr Volcker filled the vacuum".

110. Ver a matéria "The recession to bring in Kennedy?", *The Economist* September 15, 1979, p. 37; e o relato de Greider (1987), cap. 3. O relatório "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", elaborado por um técnico em estreito contato com os mercados de câmbio, capta com precisão o tipo de expectativa que um mercado contaminado por uma psicologia febrilmente baixista formava naquela conjuntura: "Nevertheless, since the U. S. economy was widely believed to be moving into recession, market participants openly questioned whether the Federal Reserve would be in a position to continue to tighten monetary policy further in order to deal with inflationary expectations." *Federal Reserve Bulletin*, March 1980, p. 190. E a elevação da taxa de desconto (com três votos contrários) "... did little to alleviate the market's concern about the U. S. resolve to combat inflation, and pessimism toward the dollar deepened." (p.194)

espelhando em boa medida as restrições colocadas à execução da política monetária pela forte instabilidade dos mercados cambiais. Diferentemente dos Estados Unidos, a Alemanha experimenta durante 1979 um grande dinamismo econômico, expresso em aceleração do crescimento, redução do desemprego, crescimento da produtividade, aumento do grau de utilização da capacidade - mas também a inflação começa a se acelerar. Nesse contexto, temeroso de perder a credibilidade e o controle da inflação, o Bundesbank altera o seu procedimento operacional passando a definir um intervalo de taxas de crescimento da oferta monetária e manobrando, com sucesso, para manter o crescimento anual no limite inferior. Assim, enquanto a meta de crescimento monetário fora fixada constantemente em 8 % de 1975 a 1978 (e ultrapassada em todos os anos), em 1979 é fixado um intervalo de 6 a 9 %, obtendo-se um crescimento efetivo de 6,3 % (não obstante um maior crescimento da renda nominal).¹¹¹

É patente que o endurecimento da política monetária alemã precedeu o movimento que seria realizado por Volcker no comando de Fed. Essa política, bem como as operações de intervenção durante o primeiro semestre que impediram uma queda do marco (evitando o que, em tese, poderia ter representado uma lição para os especuladores), não refletiu um desejo de impulsionar o papel do marco como moeda internacional rival do dólar.¹¹² Mas o que importa é que as políticas monetárias da Alemanha e dos Estados Unidos se moviam desalinhadas, afetando o diferencial de juros num sentido desfavorável ao dólar, com um impacto amplificado pelo seu efeito sobre as expectativas.¹¹³ Essa discrepância atingiu um ápice durante o mês de agosto

111. Para um relato da ação do Bundesbank no período pós-1974 ver Kloten et alii (1985), p. 390/5. Shonfield (1980) contrasta a psicologia dos mercados, impregnados de um ceticismo à toda prova em relação aos Estados Unidos ("... market expectations in the face of any event which *might* cause difficulty for the United States were almost invariably reinforced. Similarly, developments which were apparently favorable tended to be discounted.") e de uma complacência inabalável no caso da Alemanha ("The German economic policymakers had been highly successful during the late 1970s and this led to a market reflex based on expectation that they would continue to be so.").

112. Entre 1975 e 1979 dobra o volume de marcos de propriedade de estrangeiros, o qual passa a representar cerca de 11 % das reservas internacionais (enquanto a libra declinava para um nível insignificante). Como mostra Shonfield o Bundesbank sempre insistiu no papel do marco como "a second reserve currency - a kind of surrogate for sterling - with no ambitions to replace the dollar" (p. 601). Ver também a posição do Ministro das Finanças alemão na reunião de Belgrado do FMI, in "The dollar and beyond". The Economist October 6, 1979, p. 78.

113. "With interest rates rising in nearly all industrial countries, market participants began to fear that the monetary authorities of major countries were in competition with each other in pressing for even higher interest rates. In addition, market participants became concerned that the authorities of some countries might

quando, com os mercados se acalmando após a forte turbulência dos dois meses anteriores e em meio às dificuldades enfrentadas pelo Fed em sua busca da credibilidade contestada, o Bundesbank reforçaria os controles na área monetária, impulsionando nova alta das taxas de juros. Na sequência dos eventos um novo turbilhão especulativo se formaria, golpeando fortemente o dólar, ameaçando o recém-constituído EMS e se espalhando para diversos mercados de ativos tangíveis, em especial o de ouro cuja cotação cresce aos saltos (passando de U.S.\$ 300 a onça no final de agosto para \$ 447 em 2 de outubro). Em apenas dois meses (do início de agosto ao início de outubro) a Mesa de Operações do Federal Reserve teve de desembolsar o equivalente a U.S.\$ 4,2 bilhões em freqüentes intervenções vendendo marcos - coadjuvada pela ação do Bundesbank comprando dólares, aparentemente a contragosto: ainda assim o marco acumulou uma valorização de 6 % frente ao dólar (11 %, se comparado com a situação de meados de junho). A crise suscitaria renovados rumores de elevações adicionais nos preços do petróleo e especulações em torno de uma temida recusa do dólar como moeda de referência e meio de pagamento nesse mercado - e assim agravando a debilidade que acometia a moeda chave.¹¹⁴

Seria quicá temerário afirmar que a economia norte-americana (e internacional) tenha resvalado a zona tenebrosa da catástrofe. Contudo, na trama desvelada pelo movimento da política econômica - necessariamente expressão da resposta a processos em desdobramento - o que conta são as percepções desenvolvidas pelos atores. O vulto assumido pela fuga do dólar e sua repetição recorrente num curto espaço de tempo acabou imprimindo um sentido de urgência à

act to blunt the effects of higher oil prices on domestic price levels through promoting appreciations of their currencies against the dollar. The swiftness of the authorities of many countries to intervene in support of their currencies, even those that had appreciated sharply in earlier months, reinforced this view. By September, market participants questioned whether central bank cooperation in the exchange markets might have broken down." Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations, *in* Federal Reserve Bulletin, March 1980, p. 191.

114. Op. cit. p. 193/195. Spahn (1989), p. 18/22, descreve a inflexão da política monetária alemã em 1979, à qual atribui um papel decisivo no desfecho da crise: "Thus with its transition to a restrictive policy, the Bundesbank had so weakened the dollar that the U. S. was left with no alternative but to change its exchange rate policy, which was then followed by the proclaimed turnaround in overall economic policy." (p. 22) Com efeito, o Bundesbank, na análise de seu Presidente, prescrevia um aperto monetário pelo Fed para melhorar as "condições fundamentais" (i.e., inflação e déficit do balanço básico): "To cure the weakness of the dollar at its roots, an attack on the 'fundamental' causes of this weakness is necessary. It is therefore of special importance that in their programme of 1 November, 1978, the US authorities also tightened monetary policy. Nothing could demonstrate better that they have now recognized and acknowledged their responsibility for the dollar - a responsibility not only to their own nation, but also to the world. A country cannot escape the responsibilities arising out of its importance." Emminger (1979), p. 15.

idéia de que o Fed precisava agir com firmeza incontestável, i. e., no grau necessário para erradicar o viés baixista da psicologia dos mercados. A percepção de crise iminente quebrou resistências à formação do consenso conservador perseguido por Volcker.

Contudo, tal percepção só é adequadamente descrita de uma perspectiva mais ampla. Não resta dúvida que a crise do dólar foi um fator decisivo; é igualmente evidente a gravidade do fato de, em outubro de 1979, o pacote de sustentação do dólar lançado há menos de um ano estar praticamente sepultado. É mesmo possível atribuir à crise do dólar o papel de elemento detonador da ação do Fed que viria representar uma inflexão da política monetária norte-americana.¹¹⁵ Uma ênfase unilateral nos percalços atravessados pela moeda chave, entretanto, não logra captar satisfatoriamente o processo de formulação da política monetária (e macroeconômica em geral). O comportamento da inflação foi igualmente importante para impulsionar o redirecionamento da política monetária.

Há cerca de quinze anos a economia norte-americana vinha experimentando um processo insidioso de inflação crônica e tendencialmente crescente. Várias tentativas de estabilização redundaram apenas em descrédito para o Fed, à medida em que durante a recuperação cíclica subsequente a inflação voltava a ganhar força atingindo novo patamar. A permanência dos déficits fiscais (na recessão e na expansão) e uma política monetária tida como frouxa apontavam claramente, na visão conservadora, a raiz do mal e expunham a impotência do banco central.¹¹⁶

115. Cf. Shonfield (1980), que chega a afirmar: "(...) whatever good domestic economic reasons there may have been for curbing the pace of an already flagging economy (...) the form of the final deflationary squeeze and the degree of its severity were imposed by external forces." (p. 596) Odell (1982) faz uma análise mais equilibrada do pacote de 6 de outubro: "(...) it does appear that transnational actors and foreign states at least precipitated it. (...) it does not seem, however, that the United States has shifted fundamentally toward setting domestic policy in response to external conditions." (p. 335)

116. "From 1958 through 1964, the USA enjoyed a remarkable degree of price stability. During that stretch of six years, the wholesale price index remained virtually unchanged and the consumer price index rose at an annual rate of only a little more than 1 per cent. And then the inflation that has ever since been plaguing the American economy got under way. Average wholesale prices rose at an annual rate of 2 per cent from 1964 to 1968, 4 per cent from 1968 to 1972, and 10 per cent from 1972 to 1978." Burns (1987), p. 149. Ver Calleo (1981) para uma descrição do "policy mix" durante esses quinze anos nos termos descritos acima. Acerca da incapacidade de atacar a inflação de forma definitiva ele observa: "A conservative domestic coalition may arise to force a sufficient limit and precedence among goals to fit the real resources available. But as the economy grows more habituated to inflation, the costs of ending it grow increasingly severe for the particular

Em conferência na reunião do FMI em Belgrado, no calor dos acontecimentos, o *ex-chairman* do Fed Arthur Burns, participante e observador daquele processo, se reportaria de forma muito sugestiva à “angústia” do banco central diante do fracasso notório em cumprir sua primeira missão.¹¹⁷ Sim, porque qualquer que tenha sido a real penetração das idéias keynesianas junto aos centros formuladores da política econômica no pós-guerra, é certo que para o Fed (a despeito de suas divergências internas) o ideal da estabilidade da moeda sempre pairou mais alto que o *Employment Act* defendido por sucessivas Administrações. Na conjuntura de 1979 essa “angústia” se manifestou com intensidade redobrada: temores de um eventual colapso da moeda, evocações da hiperinflação alemã, uma atmosfera de pânico se alastrando pelos mercados, o aumento das pressões sobre o Fed para que agisse antes que o processo fugisse ao controle - tudo isso desaguou na formação de um consenso de que uma ação contundente na área monetária deveria ser imediatamente experimentada. Diluídas as resistências internas com que se defrontara em seus primeiros 60 dias no cargo, Volcker promoveria, num lance ousado, a mudança da política monetária que acabaria consagrando o tão longamente postergado ataque frontal à inflação e, em paralelo, na caracterização feita por Calleo, pondo termo à “estratégia nixoniana” de sucessivas desvalorizações do dólar seguida por republicanos e democratas durante a década de

interests of more and more groups. Hence, short of some extreme explosion that appears to threaten property itself, domestic coalitions seldom have lasting success in halting inflationary policies.” (p. 784).

117. “One of the time-honoured functions of a central bank is to protect the integrity of its nation’s currency, both domestically and internationally. In monetary policy central bankers have a potent means for fostering stability of the general price level. By training, if not also by temperament, they are inclined to lay great stress on price stability, and their abhorrence of inflation is continually reinforced by contacts with one another and with like-minded members of the private financial community. And yet, despite their antipathy to inflation and the powerful weapons they could wield against it, central bankers had failed so utterly in this mission. In this paradox lies the anguish of central banking.” Burns (1987), p. 148. Paul Volcker, refletindo no início de 1978 sobre a “redescoberta do ciclo econômico” provocada pelo esgotamento da longa expansão do pós-guerra, concluiria: “If it is true that the difficulties of the recent past can be traced in part to a kind of overconfidence generated over a long period of prosperity (...) then it can also be true that a more conservative and cautious approach can help lay the base for renewed and sustained growth of the economy. (...) I have tried to suggest that the current inflation is fundamentally a heritage of policies and attitudes built up over the long period of prosperity (...) Here lies, in my judgement, the crucial issue for economic policy today. Do we have the wit and the wisdom to restore an environment of price stability without impairing economic stability? Should we fail, I fear the distortions and uncertainties generated by inflation itself will greatly extend and exaggerate the sense of malaise and caution, with the implicit threat that sooner or later a new downturn is precipitated before full recovery. Should we succeed, I believe the stage will have been set for a new long period of prosperity.” Volcker (1978), p. 60/61.

70. Na sequência dos eventos o Fed passaria a ser o ator principal da política econômica norte-americana.¹¹⁸

----- X ----- X -----

São conhecidas as circunstâncias especiais que cercaram a decisão do Fed. No ápice do turbilhão especulativo contra o dólar Volcker, Miller e Schultze se reúnem com seus colegas alemães a caminho de Belgrado onde participariam da reunião anual do FMI. A imprensa relata nebulosamente que a pauta das conversações girara em torno de um novo pacote de defesa do dólar proposto pelos norte-americanos, o qual teria esbarrado em resistências das autoridades alemãs. A reunião de Belgrado é inteiramente dominada pela ansiedade despertada pelos problemas à primeira vista insuperáveis do dólar e a percepção da iminência de novas medidas, enquanto os temas espinhosos da proposta de uma "conta substituição" e do enorme déficit da conta corrente previsto para os países em desenvolvimento ficaram à margem de um tratamento sério. A revista *The Economist* captou muito bem a sensação de perplexidade e decepção com a resposta dos gerentes da economia internacional ao notar, em um acre comentário sobre o episódio: "A economia mundial, não apenas o dólar, está doente. É aí onde os notáveis reunidos em Belgrado poderiam ter ajudado - e não o fizeram."¹¹⁹ O retorno às pressas de Volcker para Washington, onde anunciaria daí alguns dias (em um sábado, 6 de outubro) as novas medidas, reforçaria a aura de um drama em desdobramento. Novamente a revista *The Economist* foi quem logrou traduzir com maior eloquência a atmosfera que se formava naquele momento ao traçar um impressionante paralelo com a crise de 1929. E parece fora de dúvida que durante os encontros

118. Melton (1985), cap. 4, descreve como o comportamento da inflação levava a projeções de um possível colapso financeiro: ele lembra "... how close the United States was to a full-fledged flight from financial assets." (p. 39). Greider (1987), p. 82/86 descreve os indícios de fuga da moeda e a atmosfera de alta ansiedade no Board do Fed, ilustrada pela declaração do vice-chairman: "There was a genuine flight from the currency - people investing in tangibles, art, jewelry, stamps, gold. Everything that was tangible was increasing in value. It was just a textbook case." (p. 86). Ver também as interessantes observações de Calleo (1987), p. 96/97.

119. Cf. a matéria "The dollar and beyond", *The Economist* October 6, 1979, p. 77/78. Sobre a posição das autoridades alemãs, aparentemente contrárias à expansão das linhas "swaps" e favoráveis a novas emissões de títulos denominados em marco, ver Odell (1982), p. 337. Ver também a matéria "Germany and the U. S. hatch a dollar plan", *Business Week*, October 15, 1979, p. 35/36.

realizados na Alemanha e em Belgrado as autoridades européias recomendaram com insistência (se não alarma) que os Estados Unidos procedessem a uma urgente retificação de sua política macroeconômica visando um enfrentamento firme da inflação.¹²⁰

Se esse foi o caso, com certeza terá ajudado Volcker na execução de seu plano de ação. Hoje sabe-se que o *chairman* do Fed vinha preparando o terreno para um ataque frontal à inflação, perseguindo com astúcia um consenso no interior do *Board* de diretores. Querelas teóricas à parte, era um fato reconhecido por todos que a expansão monetária e creditícia prosseguia totalmente fora de controle, sufragando o movimento especulativo. Reverter tal situação, restaurando a disciplina monetária, implicava necessariamente uma elevação das taxas de juros numa magnitude imprevisível. Dado o regime imperante da política monetária - fundado na meta de controle dos agregados monetários indiretamente através do controle das taxas de juros - tal resultado pareceria claramente um ato deliberado, deixando o Fed politicamente exposto

120. Ver "1929 and all this". *The Economist* October 13, 1979, p. 15/16. Segundo a matéria, o maior risco de que a mini-recessão de 1979 (tal como em 1929) se desdobrasse em uma depressão provinha da possibilidade de uma crise financeira internacional e seu impacto sobre a liquidez. Acerca das pressões internacionais sobre os Estados Unidos ver: Stevenson, G., "The international forces dictating U. S. economic policy", *Business Week*: November 5, 1979, p. 134/136: "... in Belgrade ... the U. S. was embarrassed and humiliated by the German-led European finance ministers who criticized U. S. monetary policy and the lack of an effective anti-inflation program. In effect, the Europeans laid down the law to ... Volcker that the U. S. had to tighten - if necessary to the point of inducing a sharp recession - or the Europeans would pull the plug on the dollar."; Meadows, E., "Volcker takes on the money serpent", *Fortune* November 19, 1979, p. 46/50: "... Volcker had been sternly lectured by his European peers ... in Belgrade"; a matéria "A bold gamble against inflation", *Business Week*: October 22, 1979, p. 66/67: "The crisis took shape as Volcker ... returned to Washington, convinced that another attack on the dollar was inevitable unless the U. S. made a bold move against inflation."; Blustein, P., "How Federal Reserve under Volcker finally slowed down inflation", *Wall Street Journal* December 7, 1984: "Meanwhile, the financial markets were approaching hysteria. The dollar continued to plummet on foreign-exchange markets ... At an International Monetary Fund conference ... alarmed central bankers of other nations urged prompt action." Ver também os relatos de Mayer (1980), p. 324/328 e Greider (1987), p. 116/123, assim como as reminiscências do próprio Volcker in Volcker & Gyohten (1992), cap. 6. A defesa da "disciplina do EMS" feita por Schmidt, em entrevista ao *The Economist* September 29, 1979, p. 48, é coerente com esses relatos. Entretanto, não há que se extrair conclusões apressadas acerca de um processo que é certamente bastante complexo. MacEwan (1992) nota com justeza: "Las gestiones de Volcker en 1979 no fueron de suyo actos unilaterales estadounidenses. En realidad el gobierno de Estados Unidos estaba siendo presionado por otros regimenes para que adoptara medidas que estabilizaran al dólar. Sin embargo, tales pautas iniciaron una política por la cual dicho país tuvo grandes desequilibrios financieros y comerciales en el plano internacional durante los ochenta, obligando a otras naciones a adaptarse bajo el peso de la situación." (p. 80) E com Reagan "... la política de restricción monetaria se volvió parte de un programa económico y político completo tendiente a crear un nuevo climax de poder unilateral estadounidense. El programa, con objetivos tanto internos como internacionales, significaba que el gobierno emprendería políticas macroeconómicas que resultaban muy perniciosas para la estabilidad de

quando os desdobramentos recessivos dessa política comesçassem a dar vazão às contra-pressões dos interesse descontentes (o que, na peculiar dinâmica político-institucional dos Estados Unidos, poderia terminar desaguando num *Fed-bashing* intensificado, colocando em risco a preservação do seu atributo de poder independente).¹²¹

Os problemas de Volcker começavam no próprio *Board* de diretores, como ficara evidenciado no episódio da elevação da taxa de desconto em 18 de setembro (quando conseguiu a aprovação da medida por uma apertada margem de 4 votos a 3). Alguns integrantes, por formação e/ou experiência, não nutriam a mesma certeza dos economistas ortodoxos nas virtudes da restrição monetária no combate à inflação e ponderavam diferentemente os seus custos. Um deles, reportando-se à experiência de 1974-75, argumentaria contra a restrição monetária em função da não-flexibilidade característica do Fed nessas situações, o que colocava o risco de uma contração mais forte do que o necessário.¹²²

Não resta dúvida que a disciplina monetária significava a disposição de tolerar a alta dos juros que se fizesse necessária (dadas as circunstâncias, previsivelmente maior que o observado durante a experiência daquela geração de *policy-makers*) e sua manutenção durante o tempo que fosse necessário (previsivelmente longo), até que se lograsse a estabilidade dos preços. É compreensível o temor (a certeza?) de Volcker de que não desfrutaria, nessas condições, de um apoio consistente de seus colegas, imprescindível para suscitar nos mercados a impressão de uma orientação firme e coerente da política monetária. A mudança no regime da política monetária, tornando as flutuações das taxas de juros um “resultado” das condições imperantes nos mercados

la economía mundial. Los otros regimenes tendrian que subordinarse.” (p. 81) Esse tema é explorado em profundidade por Tavares (1985) e desdobrado por Miranda (1992) e Teixeira (1993).

121. Epstein (1981) sugere a existência de um acordo (“deal”) implícito no sistema político americano: “As problems mount and the necessary solutions become increasingly unpopular. Congress and the president attempt to escape blame by letting the independent Fed act. (...) The Fed also has its own views of what is necessary, and it uses its independence to impose them on the rest of us. At the same time, the Fed’s independence is highly contingent. The Fed needs allies to protect it from the political process when its policies do not seem so necessary to those in Congress, the White House, or the streets. For both historical and structural reasons, the financial community is such an ally. But allies rarely come for free.” (p. 143/144)

122. Greider (1987) traça um perfil dos sete diretores e transcreve uma declaração de Partee: “I became very concerned about a mind-set that would lead us right into a recession - get tight and stay tight - and lead us into a recession like the 1930s ... My concern was that we would be slow to respond to weakness and permit a substantial contraction in money and credit to occur.” (p. 122) Ver também Reich (1984) e Blustein. P.: “How Federal Reserve under Volcker finally slowed down inflation”. *Wall Street Journal* December 7, 1984.

(i.e., tornando nebulosa a responsabilidade da ação do Fed), terá permitido a Volcker alinhar uma ampla maioria do *Board* a favor da disciplina monetária. Teoricamente isso também poderia ser alcançado dentro do velho regime, procedendo-se a um “aperto monetário ortodoxo” - mas, conforme lembrou (informalmente) o próprio Volcker: “... eu provavelmente teria tido problemas em conseguir uma política tão apertada quanto ela precisava ser.”¹²³ Ao mesmo tempo é plausível supor que, através desse expediente, esperasse neutralizar a ação das previstas contra-pressões, assim ganhando tempo para imprimir um sentido de persistência na orientação da política monetária, condição essencial para reverter expectativas e obter os primeiros frutos do combate à inflação.

A esse respeito nunca será demais lembrar as difíceis condições políticas daquela conjuntura que punham antecipadamente *sub-judice* qualquer programa de estabilização. A mini-recessão de 1979, que suscitara hesitações dos *policy-makers*, acabaria não passando disso (i.e., não se prolongaria por pelo menos seis meses, a definição aceita de um período recessivo). Com a inflação dando sinais de que não retrocederia tão cedo, o endurecimento da política monetária (reconhecido como necessário) sinalizava um cenário politicamente desastroso: recessão e desemprego crescente durante a corrida eleitoral.¹²⁴

123. Citado in Greider (1987), p. 106. Enquanto Wallich, um firme adepto da ortodoxia e crítico do monetarismo, confirmaria: “It was probably wise to use a method that produced a consensus for tightening.” (p. 113) E um presidente regional do Fed admitiria: “It was easier to do this with a self-imposed, semiautomatic rule than it would be with periodic decisions by the committee. It wasn’t just the perception of outside pressures, but also inside pressures. Internally, nobody really knew how much tightening would be needed to break inflation or how far interest rates would really have to go.” (p. 107) A interpretação de Greider de que uma das razões para a adoção do monetarismo (contrariando arraigadas posições doutrinárias) foi o fato de propiciar uma “cobertura política” (um “véu”) à ação do Fed está amparada num grande número de fontes. É interessante ler à luz desse relato de Greider as reminiscências do próprio Volcker: “In my own mind, I had about concluded that we could achieve several things by a change in our approach. Among the most important would be to discipline ourselves. Once the Federal Reserve put more emphasis on the money supply, not just by publicly announcing the target but by actually changing its operating techniques to increase the chances of actually hitting it, we would find it difficult to back off even if our decisions led to painfully high interest rates.” Volcker & Gyohten (1992), p. 167.

124. Em outubro vários especialistas em índices de preços projetavam que a inflação não experimentaria qualquer desaceleração significativa até o começo de 1980. E a persistência do dinamismo da economia contribuiria para isso. Otto Eckstein, do DRI, observaria: “The fact is that the recession has not yet begun. The catch is that this rate of inflation can’t go on - the longer it lasts, the more painful the correction will be.” Ver a matéria “Slim hopes of slowing the double-digit pace”. *Business week*: October 22, 1979, p. 69. Um membro do CEA (e futuro diretor do Fed), Lyle Gramley, traduziria as expectativas (“wishful thinking”) dos conselheiros de Carter: “Our view has been and continues to be that the current recession - if we are in one -

Embora Carter estivesse visivelmente fragilizado, jamais se aventou a hipótese de que ele (seguindo o precedente de Johnson em 1968) não se relançasse candidato a um segundo mandato. E, disposto a lutar pela reeleição, era previsível que buscasse reverter aquele cenário. Ainda estavam muito presentes na memória coletiva os efeitos da conjuntura eleitoral sobre a política econômica observados sobretudo em 1972 e numa forma mais atenuada em 1976. Assim, a despeito das manifestações de firmeza emanadas do Fed, os agentes econômicos estavam imbuídos de um *ethos* que os tornavam propensos a pagar para ver.¹²⁵

Tal comportamento se viu acentuado à medida em que, enquanto Volcker procurava demonstrar determinação na implementação da disciplina monetária, o ambiente político-econômico revelava ambigüidades suficientes para manter inflexíveis as expectativas dominantes nos mercados. Com efeito, em paralelo ao anúncio das medidas do Fed, o Secretário do Tesouro Miller formalizaria um Acordo Nacional com as lideranças sindicais (AFL-CIO), renovando por mais um ano os *guidelines* voluntários de preços e salários e, para perplexidade dos que ansiavam pela estabilidade monetária, selando um compromisso do governo de não usar o desemprego como arma anti-inflacionária. Pouco importa a real eficácia e comprometimento da Administração Carter com essa linha de ação mas sim a leitura feita pelos mercados, de molde a dificultar a obtenção dos objetivos pretendidos pelo Fed.¹²⁶

will be mild. The economy will be moving back up again by early next year." Citado na matéria "Carter's bid to buy labor". Business Week: October 15, 1979, p. 33.

125. As vicissitudes do ciclo político-eleitoral são apenas uma influência sobre esse comportamento, descrito da seguinte forma por Volcker: "After years of failed or prematurely truncated efforts to deal with inflation, markets had developed a high degree of cynicism about the willingness of what they dismissed as 'Washington' in general, or the Federal Reserve in particular, to stand firm. In market talk, we always seemed to be 'behind the curve', reacting too slowly and too mildly only after the evidence was abundantly clear, which by definition was too late." Volcker & Gyohten (1992), p. 165/166. Sobre as agruras vividas por Carter ver a matéria "Campaign politics rule economic policy", Business Week: October 22, 1979, p. 130/136. A revista The Economist refere-se à fragilidade de Carter de forma espirituosa, notando (após traçar um paralelo com Hoover): "the latest dollar support package was announced from the Fed instead of the White House because it was feared that another reassurance from Mr Carter might induce more people to sell." - "1929 and all this", The Economist October 13, 1979, p. 15.
126. Ver a matéria "Carter's bid to buy labor", Business Week: October 15, 1979, p. 32/34. A matéria aponta "dois imperativos domésticos" por trás do Acordo: "He (Carter) had to find a way to keep alive the guidelines - which have had at least some modest success on the wage side - and that required an active role for organized labor. And he had to take some action, in the face of his dwindling political popularity, to stop the threatened mass defection of labor to the still undeclared campaign of Senator Edward Kennedy." A matéria expressa a opinião, corrente entre as principais lideranças do mundo dos negócios, de que a iniciativa "will inevitably

Em seguida ganhariam livre curso as especulações sobre hipotéticas futuras ações compensatórias da política fiscal em caso de sobreveniência de uma retração mais forte da economia: no Congresso crescia a defesa de cortes dos impostos, capitaneada pelos republicanos mas com diversas indicações de adesões democratas (não obstante a oposição de Carter); integrantes do Executivo, por sua vez, demonstravam preferência por algum estímulo via manipulação da despesa. Novamente, a despeito da postura explicitamente contrária de Volcker - que insistia na lição: "Este não é o momento para redução de impostos" - a ação do Fed, lutando contra o "cinismo" dos mercados, era minada pelo ambiente de incerteza disseminada. Nesse contexto, as dúvidas alimentadas pelos mercados em torno da efetiva capacidade do Fed de manter-se firme no curso considerado correto em termos econômicos não seriam dissipadas apenas com o anúncio de medidas e intenções. O expediente monetarista, permitindo ao Fed jogar para cima as taxas de juros sem o desgaste político de arbitrar diretamente sobre os seus níveis, talvez propiciasse, mesmo que necessariamente no correr do tempo e não instantaneamente, a almejada reversão de expectativas. Esta se traduziria, conforme esclarecimento do próprio Volcker, em um recuo das taxas de juros de longo prazo (as quais refletem mais fortemente as expectativas de inflação futura).¹²⁷

increase the pressures for stimulative action". (p. 32) Ver também a entrevista de Kennedy in *Business Week*: October 22, 1979, p. 134/135, contendo a observação: "But there's a real question of whether we should have imposed those guidelines long before the genie got out of the bottle ... If we had been able to strengthen COWPS (Council on Wage & Price Stability), we could have avoided trouble." (p. 135)

127. "Interest rates would go up sharply at first, but that would have a favorable impact on inflationary expectations so that long-term rates would start coming down. The sign of psychological success was whether long-term rates would stabilize and start coming down." - citado in Greider (1987), p. 111. A declaração anterior de Volcker encontra-se na matéria "Campaign politics rule economic policy", *Business Week*: October 22, 1979, p. 131 - a qual sintetiza a percepção largamente difundida: "The fundamental problem is that Washington has a long history of handing out election-year goodies in the form of lower taxes and higher spending. Constituency politics will force a clash with the austerity required to shore up the dollar. Carter will go along with Volcker's austerity for the next few months, but if the unemployment rate is 7% and rising by spring ... then the President will be tempted to pull out the stops to get the economy moving by Election Day." (p. 130); a matéria assinala a existência de claras divergências entre os conselheiros de Carter e emite um juízo com certeza aceito pelos mercados: "In dealing with the problems of inflation and recession, Carter has lost the initiative and is being forced to respond to events over which he has little or no control". (p. 136). Ver também a matéria "The Fed aims at the doubters", *Business Week* October 29, 1979, que cita Volcker: "The new measures should make abundantly clear our unwillingness to finance a continuing inflationary process" (p. 40) e aponta "the central bank's biggest problem now: convincing the nation's credit markets that the Fed will not flinch as political pressures mount" (p. 40). E ainda, de Edward Meadows, "Volcker takes on the money serpent", *Fortune* November 19, 1979, p. 46/50, e "How Congress ought to cut taxes".

Portanto, o objetivo da política monetária era o de extirpar a inflação e acalmar as pressões sobre o dólar nos mercados de câmbio. Este último fator, exibindo uma velocidade de propagação muito maior, pode ser identificado como o deflagrador de uma ação mais contundente como a que se materializou nas medidas de 6 de outubro. Mas não só a inflação e a depreciação eram fenômenos entrelaçados - e nesse sentido não bastaria simplesmente forçar um diferencial de juros para dissolver a crise - como também é possível afirmar que o ciclo inflacionário havia chegado a um estágio que tornava imperativo uma pronta resposta da política monetária. Tampouco havia qualquer dúvida de que essa resposta deveria passar pela elevação das taxas de juros - a qual simultaneamente sustentaria o dólar nos mercados de câmbio e contrairia a demanda agregada no plano doméstico (levando à desinflação). Até mesmo Charles Schultze, o *chairman* do CEA, esperava essa ação da política monetária. Ele opôs-se visceralmente à opção monetarista esboçada por Volcker mas, em seu lugar, teria aceitado até mesmo uma alta, sem precedente histórico, de 2% na taxa de desconto.¹²⁸

Por tudo que se viu até aqui é inteiramente plausível a leitura de que a mudança da política monetária refletiu o entendimento de que o anterior regime (os "procedimentos operacionais", na terminologia do Fed) não permitia a necessária margem de manobra para promover a restrição monetária desejada naquelas circunstâncias. Como observou argutamente um estudioso do experimento de Volcker, o regime fundado no estabelecimento de metas (*targeting*) para as taxas de juros na prática acabava se traduzindo em reduzir (em relação ao desejável) as taxas de juros. E como sub-produto a expansão monetária (e do crédito) terminava sempre sendo acomodada (via fornecimento de reservas pela Mesa de Operações do Fed - NY) até desdobrar-se em um ritmo de crescimento considerado inequivocamente incompatível com a estabilidade dos

Fortune December 31, 1979, p. 36/39; e a matéria "Dollar surgery". The Economist October 13, 1979, p. 73/74.

128. De acordo com o relato de Volcker (1992), p. 169, que descreve a posição de Schultze como "ortodoxa". Ver também Greider (1987), p. 116/122, que relata os esforços de Schultze para obter a interferência de Carter visando demover Volcker de seu intento. Sintomaticamente Carter se absteria de exercer qualquer pressão sobre o Fed, reconhecendo a falta de espaço político para qualquer movimento. O próprio Schultze percebeu bem o impasse: "... all of the business and financial community was solidly behind the Fed ... The White House had to be very careful about taking on the Fed. Unless it literally wanted to take on a populist campaign that would drive the dollar down even further, we had to be very careful." (p. 121)

preços. Assim, tratava-se igualmente de desacelerar efetivamente a expansão monetária e creditícia, como pré-condição para lograr a desinflação.¹²⁹

Aparentemente, na visão de Volcker (mas não necessariamente de todo o *Board*), o Fed estaria imobilizado numa armadilha que o deixava incapacitado para cumprir sua primeira tarefa (atendo-nos à caracterização feita contemporaneamente por Burns, mencionada acima). Apesar de suas intenções, jamais conseguia forçar a taxa de juros na medida requerida pelo enfrentamento da inflação, assim reforçando a predisposição dos mercados de apostarem na continuidade da inflação.¹³⁰ E circunscrito por sua adesão a um mecanismo que assegurava movimentos relativamente suaves da taxa de juros (mesmo que, como vinha ocorrendo, num sentido ascendente) terminava sancionando um comportamento agressivo das instituições financeiras, em última instância responsável por um quadro paradoxal: alta dos juros - alta do crédito (associado à especulação) - alta da inflação. O lance de 6 de outubro refletiu igualmente essa percepção e pareceu se constituir na fórmula para escapar dessa armadilha. Por isso mesmo, o que sempre fora anátema para a visão ortodoxa da política monetária, ou seja, o risco de volatilidade das taxas de juros (tida como desorganizadora dos mercados), era agora apreciada com benevolência pelo Fed, esperançoso de que a súbita introdução desse elemento de incerteza

129. Cf. Hadjimichalakis (1984), p. 28/29. A matéria "The Fed warns banks to slow up on credit", *Business Week*: October 15, 1979, p. 34/35, descreve a preocupação do Fed com o crescimento explosivo do crédito (apesar da alta dos juros) e observa: "The Fed is widely expected to begin jawboning the nation's larger banks in the weeks ahead to limit credit growth. Behind the quiet rhetoric will be a big club: sharply higher market interest rates and the possibility of a major boost in bank reserve requirements if voluntary efforts fail." (p. 34). Ver também a matéria "The Fed aims at the doubters", *Business Week*: October 29, 1979, p. 40/41, que reitera: "The Fed will also step up a jawbone campaign aimed at tilting the nation's banks toward caution. After warning banks in a letter against evasions of its new supplemental restrictions, the Fed called in banking leaders on October 17 to warn that banks caught making loans for obviously speculative investments could face public criticism." (p. 40).

130. O regime tradicional, dada a incerteza em torno da taxa de juros adequada para o controle monetário (obrigando o banco central a realizar aproximações sucessivas), criava uma "armadilha psicológica", pois: "... it is also a psychological fact of life that the risks almost always seem greater in raising interest rates than in lowering them. After all, no one likes to risk recession, and that is when the political flak ordinarily hits. The corollary is that there is a tendency to make moves, and especially moves to tighten money, only in small increments to 'test the waters'. That may be all fine and prudent when the prices and expectations are relatively stable. But in the midst of accelerating inflation, what the Fed might think of as prudent probing looked to the rest of the world like ineffectual baby steps." Volcker & Gyohten (1992), p. 166.

refreasse o espírito agressivo que vinham imprimindo a suas operações parte expressiva das instituições financeiras.¹³¹

Ademais, e não há por quê desprezar-se um tal fator, o monetarismo, ao mesmo tempo que oferecia os instrumentos pretendidos (controle sobre os agregados monetários e alta contundente dos juros), ensejava uma fácil comunicação com o público ao enfatizar a importância do nexo moeda-inflação, quase um senso-comum aos olhos do leigo. Se lograsse transmitir uma impressão de firmeza (e eficácia) no controle da oferta de moeda teria maiores chances de granjear credibilidade no tocante à firmeza (e consistência) de sua postura anti-inflacionária. Isso é tanto mais verdadeiro naquelas circunstâncias, quando o monetarismo jamais fora testado e as políticas de corte tradicional vinham se mostrando ineficazes, suscitando um crescente desencanto (e aprofundando a “armadilha psicológica” que aprisionava a autoridade monetária). Além do que, se na Academia o tema era controverso e no interior do Fed predominava um indisfarçável desprezo (embora sua influência viesse crescendo no âmbito de alguns Bancos da Reserva regionais), os “mercados” eram francamente monetaristas.¹³²

131. Como expressou Volcker: “This approach had another benefit. It injected uncertainty into the system, which, at that point, I thought was desirable. There was a general feeling that the Federal Reserve was going to keep interest rates smooth. The Federal Reserve might raise rates, but the market is not going to be volatile. Banks can continue lending and they would always be able to fund their loans at a rate only slightly higher and the Federal Reserve would not intervene. Now, under this approach, there was uncertainty. Banks had to take the risk that interest rates would go against them.” - citado in Greider (1987), p. 109. Na mesma linha, diria o presidente do Federal Reserve Bank of Dallas: “An objective is to get more uncertainty into the market. Possibly there has been speculation in a volume that is greater with the funds stable than there will be with it moving.” - transcrito na matéria “A bold gamble against inflation”, *Business Week*, October 22, 1979, p. 67. Sobre a posição tradicional do Fed, de rejeição da possibilidade de flutuações mais fortes das taxas de juros, ver Melton (1985), p. 29/37. E sobre o padrão de comportamento agressivo dos bancos, fundado na prática de “managed liabilities”, ver Pierce (1991), p. 34/79.

132. Como observa Odell: “But it was clear that the monetarist account of inflation was spreading, and the monetarist technique - keeping money-stock growth steady and relatively slow - was gaining adherents. Whatever the evidence might indicate, the monetarist idea had the advantages of being unambiguously associated with cultural norms of faith in private markets and distrust of government, and of offering a simple and easily grasped theory and prescription. It was not obvious that the monetarist idea would triumph in the United States, but given a high-inflation environment and years of strenuous advocacy by its adherents, it was the most obvious alternative candidate-theory.” Odell (1982), p. 335. E Volcker, que definia o seu experimento como um “monetarismo pragmático”, lembra em suas reminiscências do período: “People don’t need an advanced course in economics to understand that inflation has something to do with too much money: if we could get out the message that when we say we’re going to control money, we mean we’re going to deal with inflation, then we would have a chance of affecting ordinary people’s behavior.” Volcker & Gyohten (1992), p. 167. Ver também Keitel (1986), p. 172/173, que mostra como Volcker há muito tempo desenvolvera a percepção de que o método de “monetary targeting” era um “útil instrumento de comunicação com o

As medidas definidas em 6 de outubro foram de forte impacto, correspondendo à gravidade do momento. Ao invés de um novo anúncio de alta das taxas de juros, como ocorria até então no padrão rotineiro de condução da política monetária, a ação do Fed se materializou num conjunto amplo de medidas, lançando mão dos vários instrumentos à sua disposição. Assim:

1. A taxa de desconto foi majorada em 1% - uma alta contundente, que repetiu a dosagem inusual experimentada pela primeira vez por ocasião do pacote de sustentação do dólar de 1 de novembro de 1978. A par do "efeito anúncio" - decorrente do fato de modificações da taxa de desconto habitualmente representarem uma sinalização da direção imprimida à política monetária - a medida era tecnicamente necessária para evitar que um recurso mais intenso às operações de redesconto terminasse cancelando o impacto sobre a expansão monetária e creditícia pretendido com o novo regime centrado no controle da oferta de reservas não-tomadas por empréstimo.¹³³
2. Foi instituída uma taxa marginal (i.e., incidente sobre o acréscimo em relação a um montante pré-estabelecido) de reservas compulsórias, da ordem de 8%, sobre algumas modalidades de passivos administrados (dentre outros, emissões de certificados de depósito com valor mínimo de U.S.\$ 100.000 e prazo inferior a um ano, empréstimos tomados no mercado de eurodólares e empréstimos de fundos federais, i.e., *overnight*, tomados junto a bancos não associados ao Sistema da Reserva Federal). Os grandes bancos vinham desenvolvendo estratégias agressivas

público", um "símbolo mais compreensível de uma política responsável" (segundo as palavras do próprio Volcker, em *paper* apresentado à Associação Americana de Economia em dezembro de 1977).

133. Essa é a justificativa do próprio Volcker, falando para uma platéia de banqueiros três dias após o anúncio das medidas: "We have raised the discount rate - and will manage it more flexibly - so that restraint on bank reserves will not be offset by excessive borrowing from the Federal Reserve Banks." Volcker (1979-a), p. 129. Com efeito, como não escapou à atenção de matéria da revista Fortune: "A recent week's figures vividly illustrate how uncontrolled bank borrowing can undo the Fed's most earnest efforts to tighten the money supply. In the week that ended October 17, the Federal Reserve reported that though its open-market operations had reduced nonborrowed reserves by a seasonally adjusted \$ 380 million, heavy bank borrowings had increased total reserves by \$200 million." Meadows, E., "Volcker takes on the money serpent", Fortune November 19, 1979, p. 48. Isso refletiria a existência de um *spread* fortemente positivo entre a *federal funds rate* e a taxa de desconto (daí a necessidade de flexibilidade no seu manejo). As reservas bancárias obtidas através das operações de mercado aberto são designadas *nonborrowed reserves*: na sequência usarei a tradução "reservas não-tomadas por empréstimo" (segundo a tradução brasileira de Mayer et al, 1993).

de atuação lastreadas crescentemente na captação de tais recursos e, elevando os seus custos, o Fed esperava reforçar os efeitos de sua política sobre a expansão do crédito.¹³⁴

3. A forma de condução da política monetária, sintetizada no estabelecimento de “procedimentos operacionais” para a sua execução, sofreu uma mudança substantiva com o abandono do regime anterior centrado no controle da *federal funds rate* e a introdução de um novo regime definido pelo controle sobre a oferta de reservas não-tomadas por empréstimo. Foi essa “mudança de tática” (na descrição de Volcker), embora parte de um programa mais amplo, que expressou a adoção de princípios monetaristas e seria a característica distintiva da condução da política monetária até 1982.

Acerca deste último ponto, aspecto essencial para a compreensão da política monetária do período, vale a pena deter-se um pouco mais. A política monetária visa influenciar o comportamento de variáveis como o nível de renda e a taxa de inflação; contudo, ela persegue esses objetivos últimos de forma indireta, centrando a sua atenção em variáveis *proxy* para as quais são estabelecidas metas de comportamento (definidas como “metas intermediárias”).¹³⁵ Durante a década de 70 o Fed sempre tendeu a escolher os agregados monetários para alvo de seu controle, explicitando metas de crescimento anual - uma prática tornada obrigatória pelo *Full Employment and Balanced Growth Act* (ou *Humphrey - Hawkins Act*) de 1978. A condução da política monetária visando alcançar as metas intermediárias é feita a partir da fixação de metas de

134. Ao justificar a adoção do novo compulsório Volcker lembraria que “... that source of funds has financed much of the recent buildup in credit expansion.” Sua adoção seria temporária: “That requirement, admittedly cumbersome by its nature, will be maintained so long as credit expansion is excessive.” Volcker (1979-a), p. 125. A exigência de reservas incidiria sobre os incrementos acima de uma base estipulada em U.S.\$ 100 milhões ou o valor médio observado nas duas últimas semanas de setembro (o que fosse maior), correspondente ao agregado desses passivos administrados. Até agosto de 1978 os recursos obtidos pelos bancos junto a suas sucursais no mercado de eurodólares estavam sujeitos a um compulsório de 4% (1% no caso de os empréstimos das sucursais serem feitos diretamente para as companhias americanas nos Estados Unidos). A sua abolição provocou um forte aumento na utilização desses recursos, sufragando a expansão acelerada do crédito doméstico. Ver as matérias: “Dollar surgery”, *The Economist* October 13, 1979, p. 73/74 e “The Eurodollar exit from Fed restrictions”, *Business Week*: October 22, 1979, p. 68. Da perspectiva do Fed o efeito esperado desse tipo de medida não seria tanto sobre a demanda de crédito e sim sobre a oferta de crédito (daí a expectativa de um *credit crunch*). Ver a respeito Melton (1985), p. 19/29 e 51.

135. “The idea behind the use of an intermediate target (...) is the existence of a reasonably predictable and fairly reliable relation between the variable that is regarded as an ultimate target and the variable that will be used as an intermediate target. Therefore, achieving the intermediate target amounts to achieving - sooner or later - the ultimate target.” Hadjimichalakis (1984), p. 24.

comportamento para uma variável operacional (relacionada à variável intermediária), a qual será monitorada no seu “dia-a-dia” e controlada através das operações de mercado aberto realizadas pela Mesa de Operações do Fed-NY (o executor das diretrizes emanadas das reuniões periódicas - em torno de 8 ao ano - do FOMC). É a escolha dessa variável que define os “procedimentos operacionais” (a “ação tática”) da política monetária.

Teoricamente o Fed pode escolher entre diversas variáveis operacionais: reservas não-tomadas por empréstimo, reservas totais, taxa de juros de curto prazo (a *federal funds rate*), etc. - assim configurando diferentes procedimentos operacionais alternativos à sua disposição. Previamente à mudança de 6 de outubro o Fed perseguia o controle monetário monitorando estreitamente o comportamento da *federal funds rate* - e, portanto, uma decisão de restringir (ou relaxar) a expansão monetária implicava fixar um patamar mais alto (ou mais baixo) para essa taxa de juro. Variações da taxa de juros influenciariam a demanda de moeda, possibilitando o controle monetário pretendido. Uma vez estabelecidas as metas intermediária e operacional para um determinado período, no dia-a-dia do mercado monetário as pressões sobre a *federal funds rate*, decorrentes das inevitáveis flutuações de curto prazo na demanda de moeda (e, portanto, nas exigências de reservas que os bancos comerciais são obrigados a manter), eram neutralizadas pela ação rotineira da Mesa de Operações injetando (ou retirando) reservas de forma a assegurar a estabilidade da taxa de juros. De fato, a característica da atuação do Fed nesse regime não se resumia ao fato de arbitrar um patamar (na forma de um intervalo de variação) para a taxa de juros de curto prazo; igualmente importante era o fato de alimentar permanentemente uma explícita preocupação com as “condições do mercado”, ou seja, ele tolerava flutuações da *federal funds rate* numa estreita margem (apenas 0,5% nas deliberações tomadas pelo FOMC em 1979 com anterioridade à mudança de 6 de outubro). Na prática, esse regime esteve associado não raras vezes a um claro descumprimento das metas estabelecidas para os agregados monetários - daí a caracterização freqüente da política monetária durante a década de 70 como sendo de natureza acomodaticia. É importante também observar que nesse regime as operações de redesconto têm um papel relativamente secundário - pois a Mesa de Operações supre diretamente o sistema da quantidade de reservas requeridas em caso de pressão no mercado (quando a política monetária

cumprir uma função “defensiva”, de ajustar o fluxo de moeda e crédito às necessidades diárias e semanais, altamente variáveis, da economia).¹³⁶

Com os novos procedimentos operacionais adotados em 6 de outubro a tarefa da Mesa de Operações passou a ser a de monitorar a oferta de reservas não-tomadas por empréstimo visando cumprir a meta estabelecida pelo FOMC, aceitando-se em contrapartida uma substancial volatilidade da *federal funds rate*. Em linhas gerais o procedimento seguido pode ser descrito da seguinte forma.

No início do ano o FOMC definiria as metas de crescimento dos agregados monetários (supostas condizentes com os objetivos últimos da política monetária - no caso, a desinflação), fixando-as em uma base anual (projetando-se o valor médio do último trimestre do ano em curso a partir da média observada em período equivalente do ano anterior) e na forma de um intervalo de variação. No curto prazo, entretanto, o crescimento monetário poderia eventualmente afastar-se da meta estabelecida (em função das determinações da demanda, consideradas incontroláveis): nesse caso, em suas reuniões periódicas durante o ano o FOMC responderia traçando uma meta distinta, de curto prazo, visando ajustar a trajetória do agregado monetário à sua meta anual. A partir dessa meta de curto prazo estima-se o comportamento esperado das variáveis reservas requeridas, reservas totais e reservas não-tomadas por empréstimo

136. Meek (1984) distingue as funções defensiva (curto prazo) e dinâmica (longo prazo) do Banco Central e conclui: “A arte das funções de um Banco Central consiste em permitir que a moeda e o crédito respondam às necessidades da sociedade a curto prazo sem comprometer a capacidade do Banco Central de influenciá-los corretamente a prazo mais longo.” (p. 3). Ele caracteriza da seguinte forma o regime da política monetária anterior à mudança de 6 de outubro: “Durante muitos anos as operações *defensivas* de mercado aberto consistiram na oferta de reservas suficientes não originárias de empréstimos da Reserva Federal para manter a taxa dos fundos da Reserva Federal razoavelmente estável, de uma semana para outra, permitindo que os bancos atendessem às variações da procura de moeda a taxas de juros razoavelmente estáveis; as operações *dinâmicas* envolviam a mudança da taxa de fundos da Reserva Federal a fim de retardar ou acelerar a expansão da moeda e do crédito.” (p. 5). Melton (1985), referindo-se à perene crítica dos monetaristas à atuação do Fed, observa: “... the crux of the issue was the unwillingness of the FOMC itself to tolerate large changes of interest rates, either by ordering them in its directive or by achieving them indirectly through stipulating growth rates for some reserves measure ... The adoption of internal targets for growth of monetary aggregates in 1970 produced no major changes, as actual growth routinely departed from the target ranges.” (p. 32). Ele acrescenta que o *Humphrey-Hawkins Act* não implicou qualquer mudança substantiva: “The federal funds rate continued to be the Fed’s key operating variable, while the aggregates routinely grew at rates outside the targets. The act was indeed effective in putting an end to the quarterly shifting of the targets ... but it did little, in itself, to create substantive change in the Fed’s policy, which continued to give substantial weight to stability of interest rates.” (p. 33). Ver também Bryant (1983) para um exame aprofundado dos vários procedimentos operacionais alternativos.

- para esta última (a variável operacional do novo regime) a estimativa se revestiria do caráter de uma meta, devendo a Mesa de Operações atuar de forma a impedir quaisquer desvios (no espaço de tempo de algumas semanas que separa as reuniões do FOMC). Ao fixar o montante das reservas não-tomadas por empréstimo, abandonando a prática acomodatória do regime anterior, o Fed buscava melhorar a sua capacidade de controle monetário¹³⁷. Mas a expansão monetária é determinada pela demanda de moeda, que o Fed sempre reconheceu ser incontrolável em intervalos curtos. Assim, caso os depósitos (e, portanto, o M1) crescessem a uma taxa superior à estabelecida na meta (de curto prazo), a demanda de reservas (para cumprir a exigência legal) seria maior que o projetado e, com a oferta de reservas não-tomadas por empréstimo mantida fixa, os bancos se veriam obrigados a recorrer ao redesconto. Entretanto, a experiência indica que os bancos fazem uso do redesconto com grande relutância (pois fragiliza a sua posição na percepção do mercado) e, dessa forma, uma maior necessidade de reservas origina uma maior demanda no mercado monetário, elevando a taxa de juros (e ampliando o *spread* entre a *federal funds rate* e a taxa de desconto). A existência de um vínculo entre o mecanismo do redesconto e o mercado monetário faz com que variações no agregado monetário se traduzam em variações das reservas tomadas por empréstimo no redesconto e variações da taxa de juros. Daí a volatilidade acentuada da *federal funds rate* no novo regime: a diretiva do FOMC de 6 de outubro explicitou a tolerância de uma margem de flutuações da ordem de 4%, um flagrante contraste com a prática imperante até então.¹³⁸ A meu ver esse é o aspecto central. Mas é verdade que nos novos procedimentos

137. "In adopting this procedure, the Fed was acting on the premise that there is a reliable relation between reserves and the quantity of money, a relation that is called the (reserves) multiplier. Therefore, in order to achieve the monetary target the Fed had only to ask its agent, the Federal Reserve Bank of New York, to provide through open market (and other) operations the quantity of reserves that the relation prescribed." Hadjimichalakis (1984), p. 25.

138. Ver a lúcida exposição de Melton (1985), p. 50/58. O principal executivo da Mesa de Operações explica os objetivos das operações de mercado aberto nos seguintes termos: "In a sense, the trading desk's job is to control the *nonborrowed* reserves - i.e., those other than what is borrowed at the discount window. But in a broader sense we are seeking to affect the nonborrowed reserves in order to influence the amount that needs to be borrowed - because that borrowed portion, or the gap in needs that tends to be filled by borrowing, is related to the degree of pressure or tension in the market for reserves. That degree of pressure exerts a major impact on the Fed funds rate, which is the overnight rate on bank reserves, and through that rate has an influence throughout the short-term money market and eventually the entire spectrum of interest rates. Banks do not like to turn to the discount window, even though the rate typically looks attractive. Their reluctance is a combination of not wanting to be chided by the Fed about overusing this facility, and not wanting to be perceived by the financial community as having to use the window, as it could be interpreted as a sign of weakness or distress. Digging still deeper, we seek to affect borrowing and tension in the bank reserves

operacionais o controle monetário não é obtido estritamente a partir do controle da oferta de reservas (dado que a janela do redesconto permanece aberta): as variações da taxa de juros, influenciando a demanda de moeda, têm um papel importante no controle monetário. Desse ângulo, realçado nas análises dos operadores da política monetária, é possível descortinar um elemento de continuidade entre os procedimentos operacionais.¹³⁹ Cabe assinalar, ainda, para uma descrição plena da mecânica da política monetária, que a manipulação da taxa de desconto é parte integrante do novo regime (juntamente com as deliberações sobre a oferta de reservas não-tomadas por empréstimo). Vale dizer, o controle monetário pode ser alcançado através, por exemplo, de uma redução das reservas não-tomadas por empréstimo, de uma alta da taxa de desconto ou da combinação de ambas as medidas. Em todos os casos o Fed estará, como apontou Sternlight, afetando (indiretamente) o montante de empréstimos levantados no redesconto e o grau de tensão no mercado monetário, assim influenciando a demanda de moeda de forma a trazer o crescimento do agregado monetário para dentro dos limites estabelecidos na meta arbitrada.¹⁴⁰

market in order to achieve the climate of reserve availability sought by the Federal Open Market Committee (FOMC) - so as to bring about its objectives for money and credit growth and ultimately the desired growth pace and price performance of the economy." Sternlight (1994), p. 111/112. Ver também Bryant (1983), p. 95/99, que mostra como no novo regime o intervalo de flutuação da *federal funds rate* foi alargado para 400 pontos-base (em alguns momentos até 600 pontos-base), enquanto no regime anterior raramente ultrapassava 100 pontos-base.

139. Melton (1985) destaca esse ponto, chegando a afirmar: "... the new procedures were merely reserves-oriented. They employed a growth path for nonborrowed reserves as a device for (more or less) automatically changing the pressure on banks to borrow from the discount window as money growth diverged from its target. In turn, the change in borrowing pressure would change interest rates, and that would affect the demand for money ... In essence, the new system was simply funds-rate targeting reborn with a semiautomatic pilot that promptly revised the target funds rate in response to deviations of money growth from its target range." (p. 51) No mesmo sentido, e com uma perspectiva mais ampla, diz Sternlight (1994): "The particular techniques of operations have evolved over time ... But I think there is more linkage than separation ..." (p. 110)
140. Note-se que para os apóstolos do monetarismo a execução da política monetária deveria ser voltada para um controle rígido das reservas bancárias totais (ou seja, a janela do redesconto não poderia ser mantida aberta). Nesse caso, todo o peso do ajuste do crescimento monetário à sua meta recairia sobre a taxa de juros, implicando uma volatilidade ainda mais acentuada (e, na conjuntura de 1979, certamente uma alta também maior). Ver Melton (1985), cap. 6 e Bryant (1983), p. 73/76 e 95/99. Um outro ponto de divergência reside na recusa do Fed em abandonar uma conduta explicitamente discricionária, em favor da adoção de "regras" - cf., por exemplo, Sternlight (1994), p. 110/111. É correto, então, definir o experimento de Volcker como "monetarista"? "But the Federal Reserve accepted the general, long-run quantity theory result as a guide to both short-run and long-run monetary policies for stabilization. And it is largely for this reason that the Volcker Federal Reserve is labeled 'monetarist'. Of course, there are additional reasons ... One is that ... the Fed indeed began 'wringing the inflation out of the economy over time'. From 1980 to 1982, the Fed continually reduced the annual target ranges for money growth ... But there is another important reason ... The record shows that throughout the period after October 1979, the Fed, when in doubt, always decided to

O próprio Volcker se incumbiria de esclarecer repetidamente o sentido das medidas tomadas em 6 de outubro. Em seu discurso sobressai o tema recorrente da inflação em alta progressiva; os sinais preocupantes de uma psicologia inflacionária se espalhando (até mesmo o comportamento das despesas de consumo em agosto/setembro, quando as previsões de recessão foram desmentidas pelos fatos, é interpretado como indicador da predominância de expectativas inflacionárias intensificadas, traduzidas em uma atitude do tipo “compre agora”); a sua dimensão mais perniciosa expressa no vulto assumido pela corrente de especulação (com os bancos posicionados na linha de frente, à procura de “exóticas novas áreas de empréstimo”); o risco de dificuldades futuras ainda maiores à medida em que, havendo demora na ação, a taxa corrente de inflação (anormalmente alta devido a fatores específicos, como o choque do petróleo) fosse transmitida adiante em expectativas e decisões de reajuste de preços e salários, convertendo o círculo vicioso inflação/especulação/desestabilização dos mercados em uma espiral incontrolável (ou, na verdade, controlável a um custo muito maior). Rejeitando o que qualificava de “teorias ou ... ou” - caracterizadas por enfatizarem *trade-offs*, cujo exemplo mais notório era a contraposição inflação ou recessão -, fundadas na suposição de estabilidade das expectativas (fortemente abalada diante do observado ao longo da década de 70), Volcker defenderia a exortação da disciplina monetária afirmando com eloquência que a longa convivência com a inflação acabara trazendo o longo prazo das teorias para o presente da economia norte-americana.¹⁴¹

Por isso mesmo a ação do Fed pretendia demonstrar “sabedoria” (no diagnóstico, no receituário) e “determinação” acima de qualquer suspeita na execução de uma política desenhada para “... tratar com o claro perigo de uma nova erupção de pressões especulativas

err on the side of fighting inflation rather than recession. All these decisions are hallmarks of monetarism.” Hadjimichalakis (1984), p. 55.

141. “After years of inflation, the long run has caught up with us. We can no longer blithely assume we can ‘buy’ prosperity with a little more inflation, because the inflation itself is the greater threat to economic stability.” Volcker (1979-a), p. 132. Outro *trade-off* rejeitado é o que se expressa na política de “*negligência benigna*”. Volcker argumenta: “Given the dollar’s central position in the international financial system, we must recognize that its external value is particularly sensitive to perceptions and expectations about economic policy and especially to concern about our ability to deal with inflation. I see no fundamental conflict, indeed no meaningful ‘trade-off’, between our domestic and international economic objectives in this respect.” Volcker (1979-b), p. 889/890. “A weak dollar externally aggravates inflation at home, and a weak dollar at home undermines the dollar abroad. Fundamentally, what disturbs Peoria disturbs Zurich.” Volcker (1979-a), p. 132. Idênticos argumentos são apresentados mais longamente in Volcker (1979-c).

inflacionárias e desestabilizadoras.” Ao fazê-lo livrando a economia de um cenário ainda pior avistado no horizonte (de maior inflação e maior desemprego) e recriando as condições para um “crescimento sustentado e ordenado” - daí que não houvesse sentido em sujeitar a ação da política econômica aos imperativos colocados por qualquer *trade-off*.

A mudança da política monetária não se fez acompanhar de modificações das metas quantitativas anuais estabelecidas no início do ano; o objetivo do Fed era antes o de assegurar que elas seriam alcançadas, restaurando sua capacidade de controle (assustadoramente ameaçada nos últimos meses). É óbvio, porém, que em vista do enorme desvio observado isso implicaria um ajuste de curto prazo fortemente restritivo, conforme ilustrado pelo teto de crescimento do M1 no período setembro-dezembro, fixado em 4,5% (taxa anualizada). Embora acenando com a perspectiva de um controle mais efetivo do crescimento dos agregados monetários - em outras palavras, firmando um compromisso declarado de não prosseguir financiando um processo inflacionário contínuo -, Volcker se apressaria em alertar que o novo regime da política monetária não constituía uma “panacéia”. Seja porque a definição mesma dos agregados monetários era matéria de discussão no âmbito do Fed e de seu *staff* técnico; seja porque, ao lado da disciplina monetária, uma responsabilidade sua, várias outras ações eram igualmente necessárias, em particular uma disciplina fiscal. E não apenas do Governo, através de suas várias instâncias decisórias, se esperava um firme engajamento no programa anti-inflacionário: também o setor privado era chamado a assumir sua responsabilidade - os bancos, cuidando de refrear seus impulsos especulativos e assim contribuindo para a necessária contenção do crédito; os trabalhadores e a gerência do mundo empresarial, aceitando moderar suas demandas salariais e políticas de preços (numa tomada de consciência de seus “interesses de longo prazo” e no reconhecimento da precedência dos “interesses da Nação”).¹⁴²

142. Cf. Volcker (1979-a, b, c). Anteriormente, em sua reflexão sobre “a redescoberta do ciclo econômico”, Volcker já explicitara sua visão pragmática: “I recognize that monetary policy itself has a particularly crucial role to play, for no inflation can persist without money growth. But my own predilection is to be suspicious of any single remedy, taken in isolation: there are limits to how much and how fast monetary growth can be restrained without unduly jeopardizing business, when cost increases are built into the system. A more concerted approach, an approach that can be understood and supported by the widest spectrum of opinion, seems to me essential to turn the tide.” - Volcker (1978), p. 62. Para alguns, isso significa que o experimento de Volcker não foi propriamente monetarista: “It is a long way from this procedural step to the economic philosophy espoused by monetarists. The distinction between monetarists and others who believe that

Num primeiro momento o Fed pareceu ter readquirido o controle sobre a expansão monetária: com efeito, graças à mudança de 6 de outubro, findo o ano o crescimento dos agregados M1 e M3 revelou-se consistente com o estabelecido em suas metas, enquanto o crescimento do M2 ultrapassou apenas ligeiramente o limite superior de sua meta. A alta das taxas de juros foi substancial. A *federal funds rate* saltou estaria imediatamente após o anúncio das medidas de 11,5 para 14% a.a.; e nas semanas seguintes ela descreveria um movimento marcado por violentas oscilações (de 14 para 18, de 18 para 14, de 14 para 16, de 16 para 11, ...), com seu valor médio no 4º trimestre situando-se em 13,6% a.a.. A *prime rate*, cobrada pelos bancos nos empréstimos para clientes preferenciais, foi elevada ainda em outubro para 14,5% a.a. e chegaria a atingir cerca de 15¼% a.a. em dezembro (a qual, segundo o CEA, deve ser contrastada com uma taxa de inflação no setor industrial, exclusive alimentos e energéticos, da ordem de 9% a.a.). Os primeiros sinais de restrição na oferta de crédito começavam a surgir (mas ainda sem adquirir a dimensão de um *credit crunch*). Mas a recessão não se materializou em 1979, nem a inflação deu sinais de retroceder - Volcker e os demais *policy makers*, é justo lembrar, tinham clara percepção da existência de *lags* balizando a ação da política econômica.¹⁴³

O PNB registrou um crescimento de 2,3% em 1979, sem dúvida uma acentuada desaceleração mas ainda um resultado aparentemente satisfatório - tanto mais que a taxa de desemprego permaneceu praticamente estabilizada em 5,8%. A realidade de uma crise em desdobramento transparece com mais nitidez observando-se a performance do produto do 4º trimestre de 1978 ao 4º trimestre de 1979: um míngua crescimento de 0,8%, contrastando fortemente com o desempenho vigoroso verificado em 1978 (4,8%) e 1977 (5,7%). Ao mesmo tempo ampliaram-se as margens de capacidade ociosa na economia, conforme indicado pela evolução do índice de utilização do Federal Reserve: 86,8% em dezembro/1978, 84,4% em dezembro/1979. Com a inflação, medida pelo CPI, acelerando-se no mesmo período de 9,0 para

monetary policy is important is sometimes expressed as the difference between the belief that 'only money matters' and the recognition that 'money matters'." - Solomon (1982-a), p. 353. O pragmatismo de Volcker é inteiramente partilhado por seu antecessor, Arthur Burns, o qual também reconhece as dificuldades para a condução da política monetária num ambiente de inflação crônica e proliferação de inovações financeiras. Ver Burns (1987).

143. Ver ERP (1980), p. 54/55; Greider (1987), cap. 4; e a matéria "A bold gamble against inflation". Business Week: October 22, 1979, p. 66/67.

13,3% a.a., a Administração Carter chegava ao seu último ano com a economia mergulhada em estagflação - e à espera da recessão.¹⁴⁴

Esta viria em 1980 (e novamente em 1981/82). Contudo, o que mais impressionou os analistas de conjuntura foi a resistência demonstrada pela economia diante de um cenário francamente adverso - dominado por um substancial efeito contracionista sobre a demanda agregada acarretado pela incidência conjunta da política macroeconômica restritiva e do segundo choque do petróleo.¹⁴⁵ Assim, após experimentar uma retração de 2,3% (taxa anualizada) no segundo trimestre, interpretada por um momento como o começo da recessão, o PNB em seguida cresceria cerca de 3,1% no terceiro trimestre e surpreendentes 1,4% no quarto trimestre.

Dois aspectos subjacentes a esse comportamento da economia merecem destaque. Em primeiro lugar, o investimento privado não-residencial não sofreu uma reversão brusca de sua tendência de crescimento. De fato, considerando-se o ano como um todo observou-se um crescimento até vigoroso (5,8%); mas os sinais de desaceleração são inequívocos, conforme evidenciado pelo reduzido crescimento de 1,7% verificado do 4º trimestre de 1978 ao 4º trimestre de 1979 (contrastando com os 10,48% em igual período de 1978). Na medida em que a taxa de juros seja uma variável determinante, isso estaria refletindo a permanência de fortes expectativas inflacionárias no meio empresarial durante a maior parte do ano; de outro ângulo, nesse segmento

144. A qual era amplamente desejada. Como observou Galbraith (1989): "Inflation was the second crisis of the expansion of the late 1970s, generating a corresponding intense pressure for policy change. As in the mid-decade, this crisis would lead to a consensus for recession among virtually all professional economists and, most powerfully, among spokesmen for financial orthodoxy ... And as before, there would be assurances that the pain had a purpose: after inflation had been beaten, conditions not otherwise present for the restoration of stable, noninflationary growth would return." - p. 47/48. Os números citados acima são extraídos de JEC (1980-a). A ação do Fed. cabe notar, não despertou restrições críticas. Mesmo o senador Kennedy externou uma avaliação que não parece diferir da posição de Carter: "One of the leading problems in the country at present is inflation. The steps the Fed has taken are not steps that I would differ with, although we have to monitor this action extremely closely over the next several weeks to see whether it will put us over the brink and into a more serious recession. The Administration ought to be considering what steps it might take were that to be the case, thinking about stimulation - although it is not called for now." - Entrevista in *Business Week*: October 22, 1979, p. 134.

145. "The oil drag at year's end was reducing consumer spending power by almost \$55 billion at an annual rate, or about 3 percent of personal after-tax income. Fiscal and oil price restraint together were thus draining large amounts from consumer incomes by the fourth quarter of last year. The magnitude of this restraint has no parallel in any postwar year - including 1974, when the first big OPEC price increase rocked the economy." - ERP (1980), p. 29. Acerca do fracasso dos vários modelos econométricos em prever satisfatoriamente a evolução da conjuntura ver JEC (1980-a), p. 446/449.

pelo menos, não se observou uma restrição de crédito significativa, mesmo após a mudança da política monetária em 6 de outubro.¹⁴⁶

Já o investimento residencial experimenta uma clara retração: quedas de 6% na média do ano e de 8,33% do 4º trimestre de 1978 ao 4º trimestre de 1979. Esse é um dos segmentos da economia efetivamente sensíveis às variações da taxa de juros: assim, com a taxa de juros sobre empréstimos hipotecários ultrapassando os 10% a.a., o setor é afetado desde janeiro/fevereiro; no final do ano ela seria puxada para mais de 12% a.a., aprofundando a retração. Ademais, a alta dos juros nos mercados financeiros acabaria desviando recursos das *thrifts* - neutralizando os seus esforços de competir lançando inovações financeiras, bem sucedidos durante 1978 até meados de 1979 -, fazendo aparecer também um incipiente *credit crunch* e reforçando a tendência à crise no setor. Dessa forma, chegaria ao fim o ciclo expansivo da construção residencial observado desde 1976, o qual fora impulsionado pela inflação (i.e., pela valorização dos imóveis a taxas superiores às da inflação) e pelo intenso crescimento do endividamento familiar, cerca de 70% entre 1975 e 1979, traduzindo-se em termos de fração da renda disponível num salto de 54,4% para 61,6%.¹⁴⁷

Em segundo lugar, a fonte principal de sustentação da atividade econômica foi a persistência do dinamismo das despesas de consumo, com um crescimento de 2,6% do 4º trimestre de 1978 ao 4º trimestre de 1979. A psicologia inflacionária denunciada por Volcker terá exercido algum papel. Entretanto, com a renda disponível praticamente estagnada, esse desempenho das despesas de consumo refletiu essencialmente uma elevação (totalmente imprevista, dada a extensão alcançada) da margem de endividamento familiar, como indicado pela

146. Isso é certo no caso das grandes empresas, as quais desfrutam de linhas de crédito ("loan commitments") junto ao sistema bancário, apenas parcialmente utilizadas. "In the 1979 episode, the fact that the macroeconomic consequences of the gasoline shortage were widely misread as a 'genuine' recession prompted reactions in the private market and by officials that promoted a veritable credit eruption. For total loan commitment at large banks, the growth rate accelerated to a seasonally adjusted annual rate on the order of 20 percent in each of the first three quarters of 1979, and 24 percent in the fourth. The increase in these loan commitments relieved companies of any serious concern about a scarcity of spendable funds. The October 1979 spurt in interest rates and change in the Federal Reserve's mode of operation to target reserves exerted no perceptible retarding influence." - Wojnilower (1980), p. 304/306.

147. Para um detalhamento dessa questão ver o excelente estudo de Stone (1980). No período 1976/78, quando após uma década de relativa estabilização, o endividamento familiar volta a se elevar, as hipotecas

redução observada na relação poupança/renda disponível de 4,7% no 4º trimestre de 1978 para 3,3% no 4º trimestre de 1979 (o nível mais em três décadas).¹⁴⁸

Por fim, a turbulência atravessada pelos mercados de câmbio a partir de junho cedeu lugar a um breve período de calma após a mudança da política monetária. Até meados de novembro esse comportamento resultou numa ligeira apreciação (4%) em relação a uma cesta de moedas. No restante do ano fatores como a elevação das taxas de juros na Alemanha, o agravamento das tensões internacionais (com a crise dos reféns no Irã e o recrudescimento da guerra fria) e nova elevação dos preços do petróleo fariam ressurgir os sinais de turbulência - mas sem chegar a alcançar a dimensão verificada anteriormente em julho e setembro. Contudo, as operações oficiais de intervenção tiveram de ser reativadas, embora em menor escala, com o Tesouro recorrendo inclusive a duas novas emissões de títulos denominados em marco (em novembro e em janeiro de 1980). Ainda demoraria um pouco até que a crise do dólar fosse totalmente debelada, em meados de 1980, quando tem início nova alta pronunciada (e sustentada) das taxas de juros nos Estados Unidos e, na esteira do segundo choque do petróleo, os mercados passam a reavaliar a posição do marco, incorporando uma psicologia baixista que lograria reverter completamente as tendências manifestadas no período 1977-1979.¹⁴⁹

residenciais representaram em média 63,1% do endividamento familiar total. Para um exame das principais tendências observadas no pós-guerra ver Friedman (1980).

148. JEC (1980-a), p. 444. Uma decomposição das fontes do crescimento em 1979 mostra que a contribuição dos consumidores foi de 0,7% no período, a do comércio exterior de 0,5%, enquanto a contribuição do governo foi nula e a das empresas negativa (-0,4%); a soma resulta nos 0,8% de crescimento indicado acima. Cf. JEC (1980-a), p. 446. Ver também para toda essa análise do movimento de conjuntura Fed (1980-First), p. 180/186.

149. Ver o Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations, in Federal Reserve Bulletin March 1980.

5. 1980: Uma tentativa fracassada da política de austeridade

Embora a mudança da política monetária introduzida em 6 de outubro de 1979 possa ser tomada sem hesitação como o marco inicial de um período distinto na política econômica norte-americana - seja pelo seu significado estritamente doméstico, seja pela sua repercussão sobre a economia mundial -, é preciso atentar para o fato de que o movimento que se seguiu não obedeceu a uma lógica linear. De momento importa observar que a execução imprimida pelo Fed durante todo o primeiro ano de vigência do novo regime dificilmente mostrou-se apta a permitir uma avaliação positiva em qualquer sentido, mesmo levando-se em conta a existência de *lags* temporais retardando a obtenção de resultados. E não resta dúvida de que a política monetária (*latu senso*, incluindo o recurso ao expediente do controle de crédito, sob a responsabilidade direta do Presidente) ocupou o lugar central na condução da política econômica ao longo de 1980.

É sintomático que a Mensagem de Carter ao Congresso apresentando o Relatório Econômico do Presidente em janeiro de 1980 tenha sido a de alcance mais limitado em suas ambições, contrastando com o teor das suas manifestações anteriores. Ela girou essencialmente em torno da ênfase concedida à “importância de reduzir a inflação” - a qual “continua sendo o problema número um da Nação” e, portanto, a “máxima prioridade da política econômica”. Visando esse objetivo Carter reafirma seu compromisso com a austeridade fiscal - “devemos concentrar-nos na redução do déficit orçamentário mantendo baixos os gastos federais e deixando de lado as reduções de impostos”, asseverava a um Congresso cada vez mais empolgado pela discussão em torno da conveniência de promover rapidamente novas reduções de impostos. A oposição de Carter, abandonando inclusive os acenos para um futuro próximo que manifestara um ano antes, era justificada em bases estritamente pragmáticas, através do reconhecimento de que “comparada com uma era anterior menos inflacionária o espaço para manobras orçamentárias se estreitou apreciavelmente.” A sua proposta contemplava a meta de redução em pouco mais da metade do déficit orçamentário no ano fiscal de 1981 (em valor nominal), para isso admitindo-se uma elevação dos gastos totais de apenas 9,2% (aproximadamente igual à taxa de inflação prevista). Isso implicaria reconhecidamente uma redução em termos reais do agregado despesas

civis (e transferências), uma vez que com o recrudescimento da guerra fria Carter assumira um efetivo compromisso de promover uma elevação real dos gastos relativos à defesa. E igualmente a não consideração dos pleitos de reduções de impostos, com a permanência da inflação ainda em nível elevado em 1980 e 1981, resultaria em maior taxa efetiva de impostos, penalizando em grau não desprezível os contribuintes e permitindo aumentar a arrecadação do imposto de renda pessoal.¹⁵⁰

A projeção de crescimento econômico em 1980 feita pelo CEA indicava uma recessão “moderada” e de “breve duração” - uma retração do produto da ordem de 1%, concentrada no primeiro semestre, com o desemprego elevando-se para 7,5% no último trimestre do ano. Já em 1981 a economia retomaria o seu crescimento, ainda que lento, ensejando um recuo da taxa de desemprego. Quanto à inflação previa-se um árduo caminho - “muitos anos de persistentes esforços” - na transição para um novo mundo de “menor inflação e maior crescimento”. Em termos imediatos, isso significava uma esperança de reduzir a inflação para 10% no final de 1980 e para 8 ou 9% em 1981.¹⁵¹

150. As citações são de Carter (1980). Enquanto Carter assumia o discurso da austeridade o Joint Economic Committee do Congresso lamentava que o comportamento da economia em 1979, escapando à recessão prenunciada generalizadamente, tenha tido o efeito de paralisar os esforços de formulação de novas iniciativas de política fiscal (e monetária) direcionadas para uma perspectiva de longo prazo. Assim, em sua avaliação: “Muchos formuladores de política no están dispuestos a comprometerse con ninguna propuesta de reducción de impuestos hasta en tanto no se presente evidencia indiscutible de que la economía se halle en grave recesión y de que no habrá efectos inflacionarios adversos como resultado de dicha reducción.” Contrariamente à Administração, o Comitê vislumbrava margem para uma ação criativa: “No vemos por qué la cuestión de una reducción de impuestos debería estar tan íntimamente vinculada con la posibilidad de que se presente una recesión... Una reducción de impuestos correctamente diseñada puede tener como objetivo no sólo no aumentar la inflación sino también, a largo plazo, ayudar a desacelerarla.” A política fiscal de Carter era assim avaliada como excessivamente restritiva e inadequada à obtenção dos objetivos de longo prazo (os quais, na ótica do Comitê, consistiriam em buscar um crescimento compatível com a taxa de crescimento do PNB real potencial de longo prazo, estimado em 3 a 3,5% a.a.). Nesse sentido, o Comitê recomendava uma redução de impostos de aproximadamente U.S.\$ 25 bilhões - “que entre en vigor a más tardar en el verano de 1981, diseñada para mejorar la productividad y para compensar parcialmente el incremento en los impuestos personales, causado por la inflación. Por lo menos, la mitad de la reducción de impuestos deberá dirigirse hacia el estímulo al ahorro y a la inversión.” - salvo no caso de se decidir implementar um aumento drástico dos gastos com a defesa. Cf. JEC (1980-a), cap. 3 (p. 455, 458 e 460).

151. Cf. ERP (1980), p. 67 e 82/84 e Carter (1980), p. 261 e 267/8. Carter reconhecia o momento de transição que estava procurando administrar: “La década de 1970 fue de agitación económica ... Fue una década de inflación. Acarreó creciente incertidumbre en los planes para el futuro de los negocios y de los consumidores. Estamos ahora haciendo los ajustes a las realidades que nos trajo el mundo económico de la década de 1970. Es en muchos aspectos un mundo más difícil que el que lo precedió. Sin embargo, los problemas que plantea no son insuperables ... La de 1980 puede ser una década de menor inflación y mayor crecimiento.” (p. 267/8).

Os *guidelines* voluntários de preços e salários, renovados pelo segundo ano através do Acordo Nacional articulado com as lideranças sindicais, eram apresentados no discurso de Carter como outro instrumento importante do programa de estabilização. Em novembro de 1979 o Pay Advisory Committee estabeleceu indicadores de aumentos salariais (*wage standards*) para 1980 na faixa de 7,5 a 9,5%, esperando uma concentração de reajustes no ponto médio (8,5%). A essa altura, porém, com a inflação em franca aceleração (até março) e com a opção de políticas fiscal e monetária em curso, esse “instrumento” nada significava em termos concretos, exceto talvez uma tentativa infrutífera (e provavelmente inepta) de criar a imagem de uma Administração agindo no enfrentamento da inflação. O objetivo pretendido - nas palavras de Carter “evitar a extensão para o resto da economia de um incremento de dois dígitos nos preços do petróleo e de outros setores com problemas econômicos”, i. e., impedir as tentativas de recuperar as perdas de renda real ocorridas no processo, o que desatariava nova espiral de aumentos de preços e salários, dando impulso à inflação - seria na verdade alcançado pela via dolorosa da recessão.¹⁵² Esta, não obstante o fracasso recente das previsões econômicas e as incertezas cercando as novas projeções,

Sobre as projeções para o comportamento da economia em 1980 ver JEC (1980-a), p. 449/452. Mesmo indicando suas próprias projeções (uma taxa de crescimento situada no intervalo de 0,5% a -1,5%), o Comitê observaria: “Para ser francos, no sabemos com seguridad - como tampoco lo sabe el resto - si la economia entrará en recesión durante 1980. No sabemos si las presiones inflacionarias se reducirán de manera significativa, ni si la tasa de desempleo subirá.” (p. 449). Quanto à inflação o Comitê era francamente pessimista, dado que quaisquer ganhos dependeriam do comportamento da produtividade, uma área em que a atuação de Carter não era poupada - “... no se han aplicado políticas para fortalecer la productividad y, por lo tanto, las perspectivas para el incremento de la productividad en 1980 son sombrías.” (p.451).

152. A aceitação de perdas salariais era vista como um fator chave para o sucesso da política anti-inflacionária. Como apontam Alperovitz & Faux (1980): “Much current economic thinking has tended to view inflation in the key sectors as a temporary aberration. Wage earners are supposed to absorb the price increases without wage raises, and then the economy will resume its normal path. This is the meaning of Alfred Kahn’s repeated argument that although ‘the desire to keep pace by catch-up increases is certainly understandable ... unfortunately it is not possible.’ Federal Reserve Board chairman Paul Volcker has put the case more bluntly: ‘The standard of living of the average American has to decline.’ But the question is how much more declining real income can Americans stand? ... Real spendable earnings declined more than 5 percent last year.” (p. 577). Além de jogar sobre os trabalhadores um ônus pesado demais, o programa de Carter não enfrentava a raiz do processo inflacionário: enquanto os preços das “necessidades básicas” (alimentos, moradia, energia e gastos com saúde) experimentavam elevações (médias) de 10,8% em 1978 e 17,6% em 1979, a taxa de inflação correspondente a todos os demais itens do CPI era de apenas 6,5% em 1978 e 6,8% em 1979. Para um tratamento aprofundado e o esboço de um programa alternativo, ver Alperovitz & Faux (1984), parte III. Ver também Galbraith (1989), cap. 11, para uma análise das diferentes alternativas de políticas de rendas.

estava evidentemente “anunciada” pela postura integralmente conservadora assumida por Carter (incluindo o seu endosso da política monetária seguida por Volcker).

É certamente intrigante a opção adotada por Carter de abraçar um conservadorismo *tout court* (para sua desgraça política) e rejeitar consistentemente a alternativa drástica e ousada de imposição de controles efetivos sobre salários, preços e lucros, os quais vinham sendo reiteradamente recomendados - e há indicações de que tal medida desfrutaria de significativo apoio popular-eleitoral. Assim, à medida em que no início de 1980 a inflação despontava com virulência, saltando para novo patamar (com o CPI registrando na última semana de fevereiro a taxa anualizada de 18,2%), as manifestações de insatisfação com a política econômica se avolumavam: Barry Bosworth, que acabara de deixar a equipe econômica, passava a defender na Brookings Institution o abandono da “tática gradualista” (sic!) e a adoção de controles efetivos; Henry Kaufman, uma voz influente do mundo financeiro, sugeria que o Presidente deveria declarar estado de “emergência econômica nacional” para enfrentar a inflação; o senador Kennedy, desafiando a candidatura de Carter a um segundo mandato, incluiu os controles efetivos de preços e salários em sua plataforma; a imprensa (*Business Week*, *The New York Times*) engrossava a corrente, também demandando uma ação mais contundente. A preocupação e perplexidade, ampliadas pelo cálculo político-eleitoral, estavam igualmente presentes entre os conselheiros de Carter - mas ao decidir agir, em março, a opção dos controles efetivos de preços e salários foi uma vez mais descartada.¹⁵³

Ironicamente, de nada adiantaria a conversão “republicana” de Carter (e o seu cuidado em não afrontar o *Establishment*). Em tese, o seu programa fiscal era o mais consistente com a linha de atuação de Volcker - sinalizando inclusive um superávit orçamentário a partir de 1982. Não obstante, Carter tornara-se literalmente incapaz de suscitar credibilidade em sua política econômica junto aos mercados. O déficit em torno de U.S.\$ 40 bilhões esperado para

153. Ver Alperovitz & Faux (1980), Moffitt (1984), p. 178/182, Kettl (1985), p. 58/59, Greider (1987), p. 151/153 e 181/185, *Monthly Review* (1980, may). Para além do conservadorismo pessoal de Carter e de seus principais conselheiros, a hipótese de Alan Wolfe mencionada anteriormente parece-me convincente: a opção seguida em 1979/1980 ilustra os limites da política democrata-centrista, tolhida pela necessidade de ganhar a confiança dos negócios e dos mercados. E como observa Galbraith (1989): “The effectiveness of guidelines is therefore a rapidly wasting asset: guidelines burn the political capital of the president. And presidential political capital continues to burn as the effort to keep a structure of guidelines in place is carried on from year to year.” (p. 203).

1980, lançando dúvidas sobre a retórica de austeridade iniciada no final de 1978, certamente não contribuía para melhorar a posição de Carter. E as projeções oficiais para os anos seguintes eram cercadas de inúmeras desconfianças, agravadas possivelmente pela circunstância de o déficit previsto para 1980 ter sido revisto para quase U.S.\$ 60 bilhões.¹⁵⁴ Em suma, a comunidade financeira não reconhecia a ação de Carter como confiável, dessa forma continuando a apostar na continuidade da inflação - uma expectativa que se traduzia no comportamento baixista dos preços dos títulos de longo prazo e numa alta das taxas de juros muito além de qualquer coisa imaginada pelo Fed ao introduzir a nova política monetária.¹⁵⁵ A desconfiança estendia-se também sobre Fed - dada a presunção óbvia de que Carter não deixaria de forçar a mão, se necessário, para arrancar a reeleição (no limite, dobrando a Autoridade Monetária a seus designios político-eleitorais; no mínimo, criando embaraços a uma condução tecnicamente consistente da política monetária). Vista em perspectiva essa avaliação implícita no comportamento dos mercados mostra-se claramente equivocada. Mas deve ser destacado que, ao contrário do preconizado pela retórica oficial, a execução da política monetária em 1980 foi titubeante, exibindo um movimento sob qualquer juízo desconcertante - e com certeza não previsto quando de seu lançamento em 6 de outubro.

154. Como observa Stein: "But the fiscal part was itself mushy and unconvincing. The movement toward a balanced budget depended on a number of unrealistic or unacceptable assumptions. Real output was projected to grow at a high rate and inflation to continue at a rate which itself implied that the disinflation effort would be only minimally successful. By pushing people into higher tax brackets the inflation would raise the ratio of taxes to GNP by 1982 to the highest figure since World War II. The allowance for increasing the national defense expenditures was small. The estimates were highly suspect at many other points." Stein (1984), p. 231. Em suas recordações do período Volcker confirma essa descrição: "No doubt he did what he thought he could, but politically there didn't seem to be much room for maneuvering, either on taxes or spending. Against the background of ensuing steep jumps in producer and consumer prices, the budget was viewed with enormous disdain in financial markets. The adverse reaction seemed excessive to me. But what had happened over a period of time is that a concern I had expressed a year earlier (...) about 'the credibility and coherence of U.S. economic policy' for all holders of dollars had come to roost." Volcker & Gyohten (1992), p. 170/171. Ver também Greider (1987), p. 182/3.

155. Isso é reconhecido por Volcker em seu relato de 1992. A ironia do destino de Carter, ao render-se a um conservadorismo demandado com força pelos mercados, é bem captada por um economista (e *ex-policy maker*) conservador: "Thus, Carter by 1979-1980 had assumed the look of a conservative in economics. He had elevated inflation to the top of his list of economic problems. He had endorsed a new anti-inflationary monetary policy, proposed a slowdown of government expenditures and laid out a path to a balanced budget. For the sake of fiscal responsibility he was resisting the politically popular move of tax reduction. But the policy was not acceptable or credible, especially to people who considered themselves conservatives." Stein (1984), p. 231/232. Ver também a avaliação manifestada por economistas liberais: Alperovitz & Faux (1980) e Lekachman (1980).

Assim, em fevereiro de 1980 o Fed reiterava enfaticamente a sua determinação de levar até o fim a luta contra a inflação. Isso significava recusar sem hesitação a fácil tentação de seguir a prática tradicional de acomodação monetária e, buscando imprimir um "sentido de estabilidade de longo prazo" na política econômica, aferrar-se a um curso "durante 1980 e além, direcionado a eliminar a inflação da economia ao longo do tempo."¹⁵⁶ Expressando essa orientação, o FOMC fixou metas de crescimento anual dos agregados monetários que apontavam uma nítida desaceleração em relação ao comportamento observado em 1979: para o M-1A a meta de 3 1/2% a 6% implicava um ponto médio de 4 3/4% (em comparação com 5 1/2% verificado em 1979); para o M-1B (conceito que inclui as inovações financeiras materializadas nas contas ATS e NOW) a meta de 4% a 6 1/2% implicava um ponto médio de 5 1/4% (contra 7,3% em 1979); as metas eram igualmente estreitas (6% a 9% ou 9 1/2%) no caso dos demais agregados, mas é sabido que sua relevância durante o experimento monetarista era menor que a atribuída ao M1.

As projeções do comportamento da economia não eram muito discrepantes daquelas esgrimidas pelo CEA (e pelo JEC). Contudo, admitia-se a possibilidade de uma recessão algo mais forte, com a retração do produto podendo atingir -2 1/2% e o desemprego situando-se em até 8%. E embora reconhecendo que a vitória sobre a inflação demandaria tempo, sua perspectiva era a de obter resultados ao menos um pouco mais significativos (a previsão do CPI situava-se no intervalo 8 3/4% a 12%). De fato, o Fed chegava a demonstrar alguma impaciência diante do gradualismo exagerado sugerido pelas previsões da Administração Carter; e

156. Fed (1980-First), p. 177. Nesse documento o Fed elaborava um novo argumento acerca da *rationale* subjacente à nova orientação da política monetária: "If recessionary tendencies should develop during 1980 - as many expect - the steady anti-inflationary policy stance represented by continuing restraint on growth in the supply of money and credit would be consistent with an easing of conditions in financial markets, as demands for money and credit weaken. That would provide support for economic activity and would help assure the avoidance of a cumulating, deepening downswing. If, on the other hand, inflationary pressures mount, a policy of restrained growth in money and credit would lead to greater tautness in financial markets, thereby damping the expansion of aggregate demand." (p. 177). Em depoimento no Congresso Volcker insistiria na necessidade de uma posição firme por parte do Fed: "Vacillation and procrastination, out of fears of recession or otherwise, would run grave risks." E acrescentaria: "Put more affirmatively, restraint on growth in money and credit, maintained over a considerable period of time, must be an essential part of any program to deal with entrenched inflation and inflationary expectations. Accordingly, I see no alternative to a progressive slowing of growth of the monetary aggregates to lay the base for restored stability and growth." Volcker (1980-b), p. 214.

recomendando uma postura de “prudência fiscal continuada” alertava o Congresso dos riscos para o programa de estabilização de uma eventual ampliação indevida nos gastos com a defesa.¹⁵⁷

Mas o comportamento da economia gerava ansiedade crescente entre os condutores da política econômica e colocava o Fed em posição desconfortável. Não obstante os níveis sem precedentes atingidos pelas taxas de juros, a expansão do crédito em janeiro e fevereiro retomava um ritmo acelerado fazendo com que o crescimento da oferta de moeda (na definição mais estreita) ultrapassasse o teto fixado pela política monetária. A percepção que então começava a predominar era a de que novamente a economia estaria desmentindo as previsões de recessão, aguçando a incerteza quanto à perspectiva de sucesso (e igualmente do real compromisso e firmeza da política) anti-inflacionário (a). Até mesmo a especulação desenfreada nos mercados de ouro e prata (ambos acumulando altas de preço de mais de 100% em janeiro) voltava a se manifestar, suscitando ilações de “pânico” à vista.¹⁵⁸

A reação do Fed foi a de aprofundar a restrição monetária, porém com cuidado para não provocar um aperto excessivo que poderia resultar em uma indesejável contração brusca

157. Isso porque tal decisão resultaria num comportamento da demanda agregada incompatível com o objetivo de redução da inflação. Segundo o Fed: “The lag between authorization and actual federal outlay may be quite long in the case of military hardware, but expectational impacts on employment, production, and private spending can emerge fairly quickly.” Fed (1980-First), p. 180.

158. Os empréstimos bancários a empresas mais as vendas de *commercial paper*, após terem experimentado uma substancial desaceleração no 4º trimestre de 1979 quando se expandiram a 6% a.a. (contra 26% a.a. no trimestre anterior), registraram um crescimento de 28% a.a. em janeiro e fevereiro - segundo informação de Schultze ao Congresso, cf. JEC (1980-b), p. 72. Enquanto a taxa de crescimento dos compromissos de empréstimos atingiu a impressionante marca de 41% a.a. no 1º trimestre de 1980, impulsionada pela expectativa crescente de que o Fed introduziria controles de crédito (como de fato veio a fazê-lo) - Cf. Wojnilower (1980), p. 305/306. Sobre o desempenho da economia diria Schultze: “... while housing and autos were weak and are weak, the recession did not appear. The economy in the first quarter still appears to be moving ahead ...” (op cit. p. 71); o que levou o CEA a rever sua estimativa de crescimento para 1980, agora uma recessão ainda mais branda (cerca de -0,5% de contração do produto). O boletim do Morgan Guaranty também capta essa revisão de expectativas: “Most econometric forecasts still call for a recession in the middle quarters of this year, but at this stage there is no assurance at all that a recession will come that early.” World Financial Markets February 1980, p. 4. Sobre a especulação com metais preciosos ver a descrição de Moffitt (1984), p. 178/194. Diferentemente da conjuntura de meados de 1979, porém, o dólar manteve-se firme, acumulando em dois meses valorizações em relação ao iene, ao marco, ao franco francês e ao franco suíço e mantendo praticamente estável a taxa real efetiva (índice calculado pelo Morgan); isso se deveu às operações de intervenção dos Bancos Centrais mas também ao substancial e crescente diferencial de juros favorável aos títulos denominados em dólar. O diferencial de juros se tornaria desfavorável ao dólar nos meses subsequentes e voltaria a mudar ao longo do segundo semestre, tendo efeitos sobre a taxa de câmbio. Ver o *paper* de Dornbusch in JEC (1981), part 3, p. 146/147.

da economia - o que refletiu dissensões no *Board* e, com certeza, a sensibilidade de Volcker para a realidade dos limites políticos à sua ação na conjuntura de 1980. Com isso, outra vez o Fed parecia caminhar a reboque dos acontecimentos, a despeito de suas intenções e de sua retórica dura: em fevereiro e início de março o FOMC se viu na contingência de ter de alterar sucessivas vezes o limite superior do intervalo (amplo) de variação da *federal funds rate* (de 15,5 para 16,5 para 17,5 para 18% a.a.), na tentativa de evitar que o comportamento do mercado levasse à ultrapassagem do teto fixado.¹⁵⁹

A avaliação negativa que os mercados faziam da política fiscal de Carter começava a contaminar também a crença na capacidade do Fed de, sozinho e sob pressão político-eleitoral, cumprir o seu papel. Como observou Schultze os sinais eram inequívocos de que as expectativas inflacionárias tinham experimentado nova revisão para cima, numa situação em que o comportamento dos mercados era influenciado crescentemente por “temores de inflação futura” (qualquer que fosse a sua base objetiva) e não tanto pela observação simples dos fatos correntes - em outras palavras, a incerteza se mostrava contagiosamente exacerbada. Seu reflexo era a alta substancial de todo o espectro das taxas de juros acompanhada de expansão do crédito, redirecionada para o curto prazo e impulsionada pela expectativa de inflação crescente, enquanto o mercado de títulos de longo prazo na prática “desaparecia”. Durante os primeiros meses de 1980, diria Schultze, “as condições econômicas ... pioraram e de uma maneira perigosa”. Na descrição de Volcker uma nova “onda de pessimismo cumulativo” se formava, gerando um sentimento de que “as coisas estavam fora de controle”.¹⁶⁰

159. Cf. Greider (1987), p. 146/149.

160. Citado in Greider (1987), p. 149. Relembrando o período, passados mais de dez anos, Volcker observaria: “We soon learned that any dreams we might have had of changing public expectations by the force of our own convictions were just that - dreams. One telltale sign of our difficulties was that when short-term interest rates rose, as anticipated, long-term rates did too. If the markets were convinced that inflation would be coming down, presumably that would not have happened, at least not for long. (...) Most disconcerting of all (...) the inflationary momentum actually had increased by early 1980. With consumer prices rising at an annual rate of around 15 percent (...) there was a palpable sense of growing political panic as well as economic distress.” Volcker & Gyohten (1992), p. 170. A citação de Schultze é do seu depoimento perante o Comitê Conjunto do Congresso apresentando o pacote anti-inflacionário de 14 de março, in JEC (1980-b), p. 70/78. Schultze reconhece que os números do orçamento de 1980, substancialmente aumentados em relação à previsão de janeiro de 1979, contribuíram para insuflar as expectativas pessimistas. O *World Financial Markets* February, 1980, também capta as desconfianças dos mercados com relação à suficiência e adequação das políticas fiscal e monetária, impulsionando as expectativas de continuidade da inflação. Ver também a declaração do senador

Nesse cenário, visto com preocupação redobrada em função da ameaça palpável de derrota eleitoral no horizonte, Carter arriscaria uma derradeira cartada - da qual talvez não seja impróprio dizer que foi tão somente um canto de cisne. Sabidamente contra a vontade do Fed, Carter recorreu ao *Credit Control Act* de 1969 para determinar a imposição de controles de crédito (com desenho e operacionalização a cargo do Fed).¹⁶¹ Caracteristicamente os controles vieram no bojo de um novo programa anti-inflacionário divulgado em 14 de março e justificado com um pronunciamento do próprio Carter. A evolução da conjuntura tornava necessário “intensificar nossa luta anti-inflacionária”, diria Carter apenas dois meses depois de sua Mensagem ao Congresso (que tratara essencialmente da mesma questão). Para isso era fundamental, julgava, uma mudança de comportamento da sociedade (dos indivíduos, do governo, da Nação), qual seja “tentar com maior força viver dentro de seus meios”, “começar a gastar dinheiro de acordo com o que podemos dispor no longo prazo - e não de acordo com o que podemos tomar emprestado no curto prazo”.¹⁶²

A intensificação da luta anti-inflacionária resultaria da ação conjunta em cinco áreas, quatro delas qualificadas em termos de busca de “disciplina” (orçamentária, de crédito, de salários e preços e de energia) e uma última visando mudanças estruturais com efeitos (de longo prazo) sobre a produtividade, a poupança e a pesquisa e desenvolvimento. Daí a pretensão de estar lançando um programa abrangente. Na verdade, tratou-se muito mais (se não quase exclusivamente) de uma tentativa de produzir algum impacto psicológico capaz de alterar as

Bentsen, *chairman* do JEC: “The inflation in this country is dangerously close to being out of control. I don’t know when I have been as concerned about the economic future of my country as I am today.” - in JEC (1980-b), p. 1.

161. O desacordo do Fed (e o pragmatismo de seu *chairman*) são descritos in Volcker & Gyohten (1992), p. 171/172. Greider (1987), p. 181/185, descreve como alguns integrantes do *Board* foram frontalmente contrários a essa “interferência” de Carter sobre a atuação do Fed. Aliás, Volcker nunca ocultou sua posição: provocado por um deputado, em debate no Congresso em fev/1981, ele responderia sobre o *Credit Control Act* (cuja vigência expiraria em julho/1982): “I think that act was an extraordinarily broad power to the executive and, via the executive, to the Federal Reserve. I do think it was much too broad a delegation of power and having it off the books makes me happier.” - cf. JEC (1981), part 2, p. 21.

162. Cf. “Text of the President’s address on Economic Policy”, in JEC (1980-b), p. 5/11.

expectativas (pessimistas) imperantes nos mercados - e em paralelo colher os desejados dividendos eleitorais através da criação da imagem de um governo no controle dos acontecimentos.¹⁶³

De fato, o conteúdo concreto do programa foi bastante limitado. A disciplina de salários e preços - rejeitada taxativamente a opção de controles obrigatórios - não continha qualquer novidade substantiva, reduzindo-se ao anúncio da intenção de ampliar a dotação de quadros responsáveis pela tarefa de monitoramento.¹⁶⁴ As mudanças estruturais referiam-se a projetos de desregulamentação nas áreas de transporte ferroviário e rodoviário, bancos e comunicações, dependentes de trâmite normal (e tortuoso) no Congresso, também não incorporando nenhuma nova iniciativa. Esse componente traduzia um reconhecimento explícito de que a inflação (diferentemente da aceleração inflacionária e da exacerbação do estado de incerteza) não seria erradicada no curto prazo. Já a disciplina na área energética, a par de reiterar as iniciativas que a Administração Carter vinha há tempo buscando implementar, incluía uma medida de impacto efetivo: a criação de uma taxa de conservação incidente sobre o petróleo importado e paga exclusivamente pelo consumidor de gasolina (a taxa prescindia da deliberação do Congresso, tendo vigência imediata; Carter anunciaria, entretanto, o futuro envio de um projeto de lei que deveria, quando de sua aprovação pelo Congresso, substituir a taxa de conservação). Qualquer que tenha sido a importância dessa medida no campo da política

163. Como observou Schultze: "... it is likely that one characteristic of a world of high and variable inflation rates is that perceptions about the future tend to get torn loose from reality a little bit. But those perceptions, in turn, can influence reality, and sometimes in a dangerous way ... It is absolutely essential to stop this kind of development in its tracks. It is critical to convince people that the Government will indeed take the painful steps necessary to control inflation. It is necessary to stop the cycle of expectations in the credit markets and to calm inflationary expectations in the economy." Cf. JEC (1980-b), p. 73.

164. Segundo Schultze, os quadros do Council on Wage and Price Stability deveriam triplicar; adicionalmente as empresas obrigadas a informar o COWPS de suas alterações de preços seriam aquelas com vendas de US\$ 100 milhões ou mais (até então esse limite era de US\$ 250 milhões) e um esquema de pré-notificação de aumentos de preços seria adotado seletivamente para grandes empresas. Schultze julgaria oportuno assegurar ao Congresso: "The President and all his advisers have reiterated again their opposition to wage and price controls. We have no authority for such controls. We do not seek such authority. We will oppose any attempts to provide it." Op cit. p. 75. Carter diria o mesmo em seu discurso, justificando essa postura com base na evidência de fracasso observada em tentativas anteriores e nas distorções associadas aos controles (especialmente a injustiça representada pelo efeito sobre a renda da "família média") - cf. JEC (1980-b), p. 8.

energética é evidente que o seu significado maior (num plano imediato) foi o de buscar ampliar a receita federal, inserindo-se pois no objetivo disciplina fiscal.¹⁶⁵

Esta se expressava no anúncio da revisão de meta estabelecida para o orçamento do ano-fiscal de 1981: reagindo à resposta negativa dos mercados à sua proposta divulgada em janeiro, Carter propunha agora nada menos que um orçamento equilibrado já em 1981. E para alcançar esse objetivo dispunha-se inclusive a tomar medidas que exigiriam sacrifícios - através de cortes efetivos em programas governamentais reconhecidos como valiosos (apoiados com muita força por sua Administração, diria Carter). Dessa forma esperava contar com uma recepção distinta dos mercados, tendo por fim reconhecida, como qualificou Schultze, a “credibilidade”, “seriedade” e “eficácia” de seus esforços na luta contra a inflação, não havendo razão para a continuidade das expectativas pessimistas. Sem entrar nos detalhes da proposta (o que me parece desnecessário dado o seu fracasso no curso do processo político-econômico), anunciavam-se cortes de despesa da ordem de US\$ 13 a 14 bilhões, os quais acrescidos de uma revisão (para cima) na estimativa de receita, acrescentada ademais pelo efeito esperado da instituição de recolhimento na fonte do imposto de renda incidente sobre juros e dividendos (medida dependente de aprovação pelo Congresso), resultariam na projeção de um orçamento equilibrado (ou mesmo superavitário) em 1981. Ao mesmo tempo em que estabelecia essa meta para 1981, Carter firmava posição pró-disciplina fiscal ao descrevê-la como “não apenas um exercício de um ano, mas uma política de longo prazo”, dispondo-se assim a erradicar de vez a noção então alastrada de que “os déficits sempre estarão conosco.”¹⁶⁶

É notável, porém, a resistência demonstrada pelos mercados em abrandar o seu ceticismo em relação à firmeza de propósitos reiterada por Carter. Em janeiro ele esgrimira a

165. A estimativa oficial era de que a arrecadação proveniente da taxa de conservação alcançaria US\$ 3 bilhões em 1980 e US\$ 10 bilhões em 1981. Segundo Schultze: “Those revenues will not be used to balance the budget ... But the revenues from that fee will indeed be a margin of safety against unforeseen developments or changes in estimates. In other words, our budget balance in 1981 is based upon our best estimates of revenues and expenditures, but revenues from the gasoline fee will insure that even if events prove our estimates too optimistic, the budget will still be balanced.” - op cit. p. 76.

166. Carter, op cit. p. 7. O programa dependia reconhecidamente da colaboração do Congresso. Carter comunicava, porém, a sua disposição de recorrer, se necessário, ao seu poder de veto assim como a outros poderes presidenciais constantes do Budget Reform Act de 1974 para conter as despesas: e se ainda não fosse suficiente, ele solicitaria a concessão de poderes extraordinários para assegurar a almejada contenção de despesa.

retórica de austeridade, prometendo cortar pela metade o déficit orçamentário: os mercados reagiram com desapontamento e desconfiança. Carter captou a mensagem e tratou de responder prontamente com a intensificação da retórica de austeridade, anunciando a intenção de realizar cortes em “bons” programas para equilibrar de vez o orçamento. Em vão: de novo os mercados reagiram com desapontamento (interpretando a revisão da proposta orçamentária como sinal de “falta de firmeza”, “inconstância”) e desconfiança, como se recusassem dar-lhe “uma chance”. Aparentemente os mercados avaliavam como imprescindível uma recessão, prolongando-se pelo tempo que fosse necessário, para reverter o processo inflacionário - a previsão oficial de crescimento moderado já em 1981 (*cum* inflação), reafirmada no programa de 14 de março, contribuía para deixar vulnerável a posição de Carter. Ademais, com a recessão as receitas e transferências seriam afetadas, esperava-se uma elevação maior dos gastos com a defesa (expectativa gerada pelo clima de ressurgimento da guerra fria, catalisado pelo próprio Carter), a profundidade dos cortes de gasto era uma óbvia incógnita.¹⁶⁷

Por fim, o componente relativo à área monetária e creditícia incluiu as seguintes medidas:

1. Restrição voluntária do crédito bancário, abrangendo as operações dos bancos comerciais, *bank holding companies*, *finance companies* e filiais de bancos estrangeiros. O programa (Special Credit Restraint Program), embora visando basicamente o crédito doméstico suprido por essas instituições, também pretendia monitorar intensivamente o mercado de *commercial paper*.

167. Ver Stein (1984), p. 230/231. Em seu artigo “The Failure of Carter’s Anti-Inflation Policy”, *Fortune* March 24, 1980, Stein observa: “... the President’s messages leave the uncomfortable feeling that any slowdown in inflation will be small and may soon be followed by a rise to even higher rates than we have so far experienced. The main sign of trouble is the Administration’s description of how the economy might behave after 1981.” (p. 51). A perspectiva conservadora (capaz de convencer os mercados) é sintetizada como “a shift from flexibility and reversibility to constancy and commitment”. E mais: This would require a credible pledge that anti-inflationary fiscal and monetary policy would be carried out *à outrance*, despite costs and obstacles.” (p. 52). Greider (1987) descreve como, durante a gestação do pacote de 14 de março, Volcker foi levado a participar de sucessivas reuniões sobre temas alheios à sua competência (o que é inusual na prática norte-americana) - como se fora o avalista de Carter junto aos mercados. A conclusão do próprio Volcker acerca dessa experiência é reveladora: “... the exercise provided an interesting insight for me into the practical problems of one president trying to do his best to achieve a coherent budget policy amid strong political pressures pulling in a different direction. Day after day, what I seemed to be seeing before my eyes was a president with basically conservative instincts finding his preliminary decisions challenged by advisers sensitive both to particular interests and to the more liberal traditions of his party. In the end, the compromise decisions really satisfied no one, and the image the president instinctively wanted to convey was blurred.” Volcker & Gyohten (1992), p. 172.

solicitando-se aos bancos que evitassem ampliar em demasia as linhas de crédito que normalmente dão suporte a esse mercado; e ainda esperava-se que as filiais de bancos no exterior ao concederem empréstimos a residentes nos Estados Unidos respeitassem “a substância e o espírito” das diretrizes estabelecidas pelo programa. Não se objetivava provocar uma contenção generalizada do crédito doméstico, mas sim a de algumas modalidades: mais especificamente diferentes tipos de empréstimos pessoais e ao consumidor (inclusive através de cartão de crédito), financiamento de *takeovers* e fusões empresariais, financiamento de estoques especulativos de *commodities* e de metais preciosos; enquanto eram deixados de fora os segmentos do crédito direcionados à compra de automóveis e da casa própria (e inclusive de bens de consumo “do lar”) e ainda pedia-se aos bancos que mantivessem um suprimento adequado de crédito para as pequenas empresas e os agricultores. O Fed não estabeleceu diretrizes quantitativas mas exigiu o fornecimento periódico de informações pelas instituições de maior porte (por exemplo, mensal, no caso de bancos com ativos superiores a US\$ 1 bilhão, trimestral para bancos com ativos entre US\$ 300 milhões e US\$ 1 bilhão) - sobre as quais exerceria atenta vigilância.¹⁶⁸

2. Restrição do crédito ao consumidor, cobrindo diversos tipos de crédito pessoal, inclusive cartões de crédito emitidos por varejistas, companhias de gasolina e de turismo (novamente excluindo automóveis, casa própria e bens relacionados). A restrição consistiu na exigência de manutenção junto ao Federal Reserve de um depósito especial (sem direito a juro) igual a 15%

168. A adoção de controles de crédito não implicaria qualquer alteração na política monetária lançada em 6 de outubro: “At the same time, restraint on growth in money and credit must be a fundamental part of the process of restoring stability. That restraint is, and will continue to be, based primarily on control of bank reserves and other traditional instruments of monetary policy. However, the Federal Reserve Board also believes the effectiveness and speed with which appropriate restraint can be achieved without unnecessarily disruptive effects on credit markets will be facilitated by a program of voluntary credit restraint by important financial intermediaries.” Fed: Special Credit Restraint Program, in JEC (1980-b), p. 30/31. É curiosa a posição do Fed nesse episódio: suas insistentes advertências (desde 6 de outubro) para que os bancos evitassem financiar a especulação haviam sido solenemente desprezadas; não obstante, a solicitação de “cooperação” aos bancos era acompanhada de uma profissão de fé na liberdade dos mercados, quase um “pedido de desculpas”: “... the Federal Reserve Board is strongly conscious of the fact that sound decisions concerning the distribution of credit and specific loans can be made only by individual institutions dealing directly in financial markets and intimately familiar with the needs and conditions of particular customers. We are also aware, however, that in existing market circumstances, individual institutions may be under competitive pressure to make loans or commitments that, in the aggregate, cannot be sustained within our overall monetary and credit objectives or that, for particular institutions, may exceed prudent limits.” (p. 31/32).

incidente sobre o montante de operações que excedesse o limite de US\$ 2 milhões ou a posição da instituição em 14 de março (aplicando-se o maior limite). As instituições atingidas (i.e., as que registrassem operações de US\$ 2 milhões ou mais) eram obrigadas a fornecer mensalmente as informações pertinentes.

3. Elevação de 8 para 10% da exigência de reserva marginal sobre acréscimos nos passivos administrados utilizados pelos bancos integrantes do Sistema da Reserva Federal (e adicionalmente redução da base estipulada para o cálculo dos acréscimos sujeitos ao recolhimento de reservas).¹⁶⁹
4. Uma medida equivalente, na forma de exigência de um depósito especial de 10% sobre acréscimos nos passivos administrados, mantido no Federal Reserve, foi instituída para os bancos não integrantes do Sistema da Reserva Federal.¹⁷⁰
5. Também os fundos do mercado monetário (*money market mutual funds*) ficariam sujeitos a um depósito especial de 15% sobre acréscimos em seus ativos totais em relação à posição de 14 de março.¹⁷¹
6. A taxa de desconto, embora mantida em 13% a.a. (nível estabelecido em 14 de fevereiro), passaria a estar sujeita a uma sobretaxa de 3% incidente sobre empréstimos tomados por

169. Os passivos administrados incluíam depósitos a prazo de US\$ 100.000 ou mais e prazo inferior a um ano, empréstimos de fundos federais obtidos junto a bancos não integrantes do Sistema da Reserva Federal, acordos de recompra (RPs) e empréstimos obtidos no mercado de eurodólares. Até fevereiro a reserva marginal de 8% introduzida em 6 de outubro vinha se mostrando totalmente inócua: ver *World Financial Markets* February 1980, p. 6.

170. Segundo o Fed: "In the absence of this constraint, nonmember banks could continue to extend credit with few limitations. Borrowers that could not be accommodated at a member bank could turn to a nonmember bank, thereby undermining restraint on bank credit. Containing the growth of bank credit financed in large part by managed liabilities at nonmember banks will thus contribute to dampening inflationary forces." JEC (1980-b), p. 57.

171. "Recent strong demands for money and credit ... have brought heavy pressure on credit and financial markets generally ... Rapid expansion of credit extended by these creditors has contributed to the pressures by facilitating borrowing in the markets for Eurodollars, commercial paper, bankers acceptances, and other short-term liquid instruments. Moreover, the rapid expansion of such creditors has tended to impede reasonable flows of credit to other sectors including housing, small businesses, and farmers. Restraint on the growth of money market funds and similar creditors will enable funds to flow in more usual measure to productive users, and thus contribute to dampening inflationary forces." *Op cit.* p. 65.

grandes bancos (com depósitos superiores a US\$ 500 milhões) que recorressem com frequência a esse expediente.¹⁷²

Cabe observar que o Fed não procedeu a qualquer revisão das metas anuais fixadas em fevereiro para o crescimento dos agregados monetários (e do crédito, para o qual fora estipulado um crescimento de 9% em 1980). O objetivo das novas medidas era justamente o de assegurar que tais metas fossem cumpridas - na descrição de Schultze, interromper o crescimento excessivo do gasto e do crédito para assim fazer retroceder o ímpeto adquirido pela inflação e, sobretudo, arrefecer as expectativas inflacionárias. Na verdade tudo indica que a intenção das autoridades econômicas foi muito mais a de provocar um "choque psicológico" de forma a acalmar os mercados (desfazendo a percepção negativa de descontrole) e permitir à política econômica seguir o seu curso (na linha conservadora traçada em 1979). Vale dizer, os controles de crédito não eram, em sua concepção, mais draconianos que os controles de preços e salários adotados por Carter.¹⁷³

Aparentemente o programa teve de fato um impacto imediato sobre o comportamento dos consumidores, refletido na forte retração das despesas amparadas nas diversas modalidades de endividamento familiar que se observou durante alguns meses. Na verdade, contrariando a percepção então dominante, um processo recessivo já estava em andamento, ganhando impulso com o pacote de 14 de março. Com efeito, a reversão de conjuntura durante o primeiro semestre de 1980 foi acentuadamente pronunciada: a recessão começou bastante suave

172. "The surcharge above the basic discount rate would generally be related to market interest rates. It is designed to discourage frequent use of the discount window and to encourage banks with access to money markets to adjust their loans and investments more promptly to changing market conditions. This should facilitate the ability of the Federal Reserve to attain longer-run bank credit and money supply objectives." *Op cit.* p. 28. Ela se aplicaria quando o banco recorresse ao desconto em duas semanas ("statement weeks") seguidas ou mais de quatro vezes durante um trimestre.

173. Greider (1987) relata como o Fed empenhou-se em contornar arditamente a demanda de controles originada da Casa Branca (e estimulada por vozes influentes de Wall Street) elaborando dispositivos reconhecidamente frouxos. Volcker (1992) confirma essa leitura. Provavelmente os assessores econômicos de Carter tampouco pretendiam controles mais efetivos. Segundo Schultze: "The objective ... is to restrain credit in a way which helps direct it as much as possible to productive uses without at the same time saddling the economy with a straitjacket of new bureaucratic controls". JEC (1980-b), p. 75. É interessante notar que a sua expectativa, feitas todas as contas, era de que a inflação (medida pelo CPI) terminaria sendo pior em 1980 do que o previsto em janeiro, porém recuando em 1981 para algo em torno de 9% a. a. (enquanto o crescimento do PNB ficaria próximo de 2% a. a., um pouco inferior em relação à projeção de janeiro). *Id.* p. 77. Ver também de A. F. Ehrbar, "Why the Fed Doesn't Need Those Credit Controls", *Fortune* April 21, 1980, p. 46/50.

em fevereiro, precipitando-se numa queda do PNB de mais de 9% (taxa anualizada) no segundo trimestre. Destacam-se o mau desempenho do investimento residencial e do consumo de duráveis (ambos sofrendo quedas largamente superiores às médias relativas a oito recessões do pós-guerra), enquanto a retração do investimento empresarial foi comparativamente branda. Não era isso, entretanto, o que se pretendia obter com o novo programa anti-inflacionário: obviamente uma projeção para o restante do ano do desempenho desastroso da economia no segundo trimestre tornava ainda mais sombrias as perspectivas eleitorais de Carter. Assim, os controles impostos pelo Fed são eliminados com presteza (em julho), com a plena aprovação dos conselheiros de Carter - apenas mais um fato reforçando a percepção de "inconstância" que a política econômica de sua Administração suscitava. E é sugestivo observar que as despesas do governo federal (exclusive transferências), como componente do PNB real, crescem 2,0% entre o primeiro e o terceiro trimestre de 1980, contrastando com o verificado nas duas recessões da década de 70 (e com a própria retórica de austeridade).¹⁷⁴

A ação do Fed em 14 de março refletiu, ao menos parcialmente, o delicado jogo de pressões através do qual procura afirmar sua independência na execução da política monetária. É admissível supor que, num contexto distinto de autonomia sem contestação, não tivesse enveredado pela solução dos controles. Nesse sentido, o fato de os controles terem engendrado

174. Sobre a recessão de 1980 ver McNees (1992), o qual comenta: "Despite its having been widely predicted, the recession was exacerbated by restrictive macroeconomic policies, most notably the imposition of credit controls ... The public reaction to credit controls was far stronger than most contemporary analysts expected based on a literal reading of the regulations. Perhaps people thought use of credit was illegal or unpatriotic; but for whatever reason, personal consumption expenditures and final sales declined more rapidly in 1980: 11 than in any other quarter in the postwar period." (p. 12/13). Volcker faz a mesma interpretação: "... all of a sudden after the president's announcements, consumers stopped spending. No one had ever seen anything like it. The consumer credit controls ... were not intended to bite hard. Mechanically, they did not ... But the president was interpreted as saying that the country was in a national emergency and that consumer spending should be restrained. So a lot of consumers stopped spending." Volcker & Gyohten (1992), p. 172/173. Wojnilower enfatiza o papel do *credit crunch* que se seguiu às medidas: 1º) instituições financeiras não bancárias, que vinham emprestando agressivamente, mesmo com receita marginal negativa (devido à impossibilidade de repassarem plenamente seus custos crescentes de captação em face das leis de usura estaduais), finalmente se convenceram de que "... a lending curtailment was going to be enforced no matter what happened. Because lending entailed out-of-pocket losses anyway, their response was immediate."; 2º) os tetos à expansão do crédito bancário despertaram o temor de que os *loan commitments* pudessem não ser cumpridos, levando os bancos a cortar outros empréstimos a fim de assegurar flexibilidade: "Consumer loans were the 'cheapest' loans to curtail because they were currently unprofitable and because they did not involve long-term customer relations. So the lending windows suddenly closed ...". Wojnilower (1980), p. 306/307. Ver também Fed (1980 - Second) para uma descrição detalhada da conjuntura.

resultados totalmente indesejados, obrigando a um rápido recuo, não é suficiente para levantar dúvidas sobre a consistência da estratégia monetarista assumida pelo Fed. Mas a política monetária fracassou sem sombra de dúvida durante o primeiro ano de aplicação do experimento monetarista - e há razões convincentes para avaliar criticamente o desempenho do Fed nesse período, surpreendido pelo movimento imprevisto dos agregados que pretendia controlar.

Com efeito, o que se observou durante 1980 não foi simplesmente uma substancial volatilidade das taxas de juros (o que é uma consequência esperada do novo regime da política monetária) mas igualmente uma desconcertante volatilidade no crescimento da oferta de moeda (M-1B), totalmente imprevista e evidentemente contraditória com o receituário monetarista, mesmo na sua versão "pragmática".

Assim, as taxas de crescimento (anualizadas) verificadas em cada trimestre foram as seguintes: para o M-1A 4,6% (I), - 4,3 (II), 12,0 (III) e 8,4 (IV); para o M-1B 5,8% (I), - 2,4 (II), 15,5 (III) e 11,3 (IV). E em base anual, de 1979 (IV) a 1980 (IV), o crescimento do M-1A foi de 5,0% (igual ao limite superior da meta); e no caso do M-1B a expansão chegou a 7,9%, ultrapassando a meta (cujo limite superior fora fixado em 6,5%).

Examinando mais de perto a condução da política monetária o comportamento da oferta de moeda (M-1B) exhibe volatilidade ainda mais acentuada. Inicialmente, do final de 1979 até fevereiro, observa-se um rápido crescimento (7,7% a. a.), impulsionado basicamente pela forte expansão do crédito desatada pela revisão (altista) das expectativas inflacionárias. A reação do Fed na segunda metade de fevereiro e início de março, apertando as metas de curto prazo e elevando a taxa de desconto, logrou conter a expansão trimestral dentro dos limites estabelecidos pela meta anual, ao custo de uma forte puxada nas taxas de juros.¹⁷⁵

175. Ver Hetzel (1982), que constrói um modelo de determinação da oferta de moeda sob os novos procedimentos operacionais destacando como relações (de comportamento) básicas a oferta de reservas bancárias (positivamente inclinada), o mark-up da taxa de juros dos empréstimos praticado sobre o custo das reservas bancárias e a demanda de crédito bancário (função da taxa de juros nominal). Assim, no início de 1980, "an optimistic revision by the public of its estimate of the strength of the economy" somada à percepção de "continued, large budget deficits" conduziu à revisão para cima das expectativas inflacionárias, provocando "a rightward shift in the bank-credit demand schedule", daí seguindo-se a expansão do crédito e dos depósitos (M-1B) e, com uma defasagem (devido ao sistema de *lagged reserves requirement* vigente no período), elevação da *federal funds rate* (insuficiente, porém, para eliminar o *overshooting* da meta de curto prazo para os agregados monetários). Sobre a reação do Fed, restabelecendo o controle sobre a expansão monetária

Em seguida, de março a maio, o quadro se altera radicalmente, com a oferta de moeda experimentando uma contração absoluta (- 7,4% a. a.). Num primeiro momento a alta das taxas de juros terá tido efeito sobre a demanda de moeda e de crédito; mas certamente a influência mais forte coube à retração das despesas de consumo e à aguda reversão de conjuntura que se seguiu quase instantaneamente ao pacote de 14 de março.¹⁷⁶

É preciso ter em conta que a intenção do Fed desde outubro de 1979 era a de reduzir progressivamente a taxa de crescimento da oferta de moeda - e não provocar uma contração absoluta, a qual se prosseguisse poderia terminar engendrando uma depressão. Surpreendido pela evolução da conjuntura (há poucas semanas a percepção dominante era a de uma economia extraordinariamente resistente à recessão, agora emergia o espectro de uma crise de grande proporção) e receando as consequências sobre a psicologia dos mercados de um abandono puro e simples do monetarismo recém-adotado, o Fed tomou a decisão controvertida de afrouxar as metas de curto prazo, injetando reservas no sistema. Em consequência observou-se nesse período uma contínua e vertiginosa redução das taxas de juros: a *federal funds rate* cai de quase 20% a.a. para 8% a.a., ultrapassando sucessivas vezes o limite inferior arbitrado pelo FOMC (e, por vezes, chegando a ficar abaixo da taxa de desconto).¹⁷⁷

De maio a agosto a expansão monetária atingiu 16,9% a.a. - impulsionada pela retomada da expansão do crédito e com o Fed ainda acomodando esse movimento através do

previamente ao lançamento do pacote de 14 de março, ver a matéria "Why the Fed Doesn't Need Those Credit Controls", *Fortune* April 21, 1980, p. 46/47.

176. Hetzel, fazendo uma análise convencional, enfatiza o comportamento da demanda de moeda e de crédito (relacionadas também às expectativas inflacionárias, as quais, ele sugere, teriam se modificado sob o impacto do programa anti-inflacionário). A sugestão de Wojnilower, de um *credit crunch*, parece-me mais persuasiva. Um outro aspecto importante destacado por Hetzel diz respeito ao efeito da sobretaxa (de desconto) tornando mais imprevisível o comportamento da oferta de reservas: assim, a elaboração de um diagrama de dispersão relacionando as reservas tomadas por empréstimo e o diferencial entre a *federal funds rate* e a taxa de desconto indica um deslocamento para cima (de três pontos percentuais) da curva de oferta de reservas. Hetzel se apressa em observar: "It is uncertain, however, how much of the increase in the differential was due to the direct effect of the surcharge. The increase could have been caused by an upward rotation of the upward-sloping section of the reserve-supply schedule due to the effect of tough Federal Reserve rhetoric on banks' perception of the non-pecuniary costs associated with use of discount window. In any event, the sharp increase in the funds rate produced by the surcharge reduced the rate of growth of the money supply." (p. 245)

177. Ver o relato das reuniões do FOMC nesse período in Greider (1987), p. 197/206. A decisão não foi tranquila, pois havia clara consciência de que as taxas de juros poderiam cair além do desejável. Ver também Hetzel (1982), p. 245, nota 10.

suprimento generoso de reservas não-tomadas por empréstimo para atender as necessidades do sistema bancário. E daí até dezembro o prosseguimento da expansão monetária acabou resultando no descumprimento da meta para o M-1B (dessa forma repetindo o fracasso no controle monetário que há anos caracterizava a ação do Fed). Na verdade, outra vez a evolução da conjuntura surpreendia e induzia a mudança das expectativas. A recessão terminara inesperadamente em julho e diante da retomada da atividade econômica (reacendendo as expectativas de alta inflação futura), com os controles postos de lado, a expansão agressiva do crédito voltava a se manifestar.¹⁷⁸

O Fed reagiu, a partir da reunião do FOMC de 16 de setembro, quando os sinais inequívocos de reaquecimento da economia e o crescimento alarmante do M-1 em agosto (22,8% a.a.) convenceram o *Board* do risco real de descontrole monetário. Daí para a frente a Mesa de Operações receberia a instrução de voltar a seguir mais estritamente a meta traçada no início do ano para a variável operacional do sistema, a oferta de reservas não-tomadas por empréstimo. Ademais, a taxa de desconto seria manipulada seguidamente num sentido restritivo, observando-se três elevações de 1% cada, determinadas em 25 de setembro, 14 de outubro e 4 de dezembro (retomando-se, ainda, o expediente da sobretaxa para empréstimos frequentes). Com isso, as taxas de juros retomariam um movimento ascendente com vigor extraordinário: a *federal funds rate*, que vinha subindo lentamente e alcançara 10,6% a.a. em meados de setembro, salta para 13,1% no final de outubro e 19,8% em dezembro; enquanto a *prime rate* atinge 14% a.a. no início de outubro (uma alta “injustificável”, lamentaria Schultze) e 21,5% próximo do Natal.¹⁷⁹

178. Hetzel chama a atenção para o fato de na maior parte do período maio-agosto a *federal funds rate* (média semanal) ter ficado abaixo da taxa de desconto. Pode-se argumentar que nessa situação “... the Federal Reserve lost the ability to use nonborrowed reserves as an operating target”. (p. 246). Volcker teria comentado sobre a evolução da conjuntura: “The money supply began bouncing back, which we didn’t mind for a month or two because it was just offsetting the decline. What we did not judge, we or anybody else, was that economic decline itself was going to be so short-lived.” - citado in Greider (1987), p. 210. E observando aquela conjuntura em perspectiva Volcker faria a seguinte avaliação: “It is all recorded in the books as a recession, but in retrospect it was an odd, almost accidental occurrence. There was a sharp decline in production, but it only lasted about four months. What seems to have happened is that many consumers decided to pay off debt, so both spending and cash balances (that is, the money supply) fell suddenly. As the fright about an economic emergency dissipated and the credit controls were removed, spending (and the money supply) picked up rapidly.” Volcker & Gyohten (1992), p. 173.

179. Note-se que a deliberação do Fed de apertar a política monetária ocorre em plena reta final da campanha eleitoral, levando Carter a realizar aquele que talvez tenha sido o único exercício de *Fed-bashing* de sua

Parece claro que a atuação do Fed durante o ano de 1980 foi balizada pela influência marcante dos fatores incerteza (inflação em alta estimulando a psicologia inflacionária dos mercados, economia resistente contra todas as previsões seguida de contração econômica “semi-depressiva” inesperadamente encerrada, reforço da psicologia inflacionária altista ... - tudo isso em pouco mais de um semestre) e conjuntura eleitoral, combinando-se para tornar o seu comportamento em alguns momentos meramente “reflexo”, a reboque dos acontecimentos. Volcker sempre admitiu (e modestamente enfatizou) a importância daquele primeiro fator: ele descreveria o ano de 1980 como tendo sido “incomumente turbulento e difícil” e chamaria a atenção para as “recorrentes oscilações de sentimento acerca da inflação e do horizonte econômico”. É um fato (intrigante) que, tendo embarcado numa trajetória de política monetária deliberadamente recessiva, o Fed tenha se assustado diante da recessão que surgia no horizonte, agindo para estimular uma pronta retomada que, na sua perspectiva, apenas perpetuaria a psicologia inflacionária que desejava extirpar. Outro seria o seu comportamento em 1981/82, quando sustentou firmemente a restrição monetária até o ponto de a recessão mais forte do pós-guerra ameaçar desdobrar-se em crise financeira aberta. À luz do seu comportamento subsequente é admissível postular que a “lição” da experiência conturbada e frustrante de 1980 convenceu o Fed a preferir correr o risco de “errar” no sentido de apertar com mais força e por um tempo maior que o necessário a “errar” no sentido de afrouxar prematuramente a política monetária.¹⁸⁰

Presidência. Ver o relato de Greider (1987). Ver também Hetzel (1982), p. 247/248, para um relato minucioso da operação pelo Fed dos novos procedimentos operacionais durante o segundo semestre de 1980.

180. Não se deve esperar de Volcker um reconhecimento explícito de um erro de implementação ou de uma falha de concepção no regime da política monetária. Entretanto, na linguagem elusiva que caracteriza as autoridades monetárias, ele falaria em “questões de juízo” (de opinião) cercando especialmente as deliberações tomadas de abril a agosto. Enquanto “em *off*” ele teria admitido um erro no “juízo” que então formulou, com consequências desastrosas para o controle monetário. Ver Volcker (1980-g) e Greider (1987), p. 206 e 218/221. A crítica de ordem geral à atuação do Fed é expressa da seguinte forma, por Dornbusch: “... the Fed’s errors in this episode were two. First the overly fast deceleration in money in the previous two quarters, as well as the credit controls, provoked the fall in real output and money demand. They might have been avoided by a more stable policy. Second, once the downturn had occurred, the Fed was overly concerned to restore money growth and thus may have provided too rapid and explosive a recovery. The Fed’s credibility in its commitment to inflation fighting that was earned in early 1980 may well have been wasted in the rush to restore growth of money and activity.” - depoimento recolhido in JEC (1981), Part 3, p. 140. Ver também Melton (1985), p. 58/61. E quanto ao objetivo maior (redução da inflação) Galbraith (1989) observa: “In fact, and for good reason, Volcker’s early efforts to whip inflation with strong words and weak action failed: the short recession of 1980 had no such effect ... Only if a recession is deep enough to reduce employment is job loss an imminent threat to most employed workers. Only then, arguably, will wage demands in the wage-

A surpreendente volatilidade dos agregados monetários observada em 1980 desataria um extenso debate em torno da eficácia dos procedimentos operacionais adotados pelo Fed. No final de 1980 a posição de Volcker era nitidamente defensiva. E o pragmatismo com que ele encarava o experimento monetarista é certamente digno de nota: nenhuma meta quantitativa deve ser avaliada isoladamente (i.e., não constitui um fracasso essencial que a meta para o M-1B tenha sido ultrapassada), é errôneo pretender uma “precisão estatística” no cumprimento das metas num período específico (i.e., um eventual *overshooting* não constitui necessariamente um fracasso nem muito menos uma indicação de mudança de rumo), a volatilidade de curto prazo dos agregados monetários é praticamente inevitável, o que importa efetivamente é a orientação firme de impedir que os desvios se tornem cumulativos (conforme espelhado na ação dura do Fed a partir de setembro) dentro de uma linha, seguida com persistência, de buscar uma necessária desaceleração da expansão monetária ao longo do tempo (sujeita, porém, aos avatares do curto prazo). Contudo, ele não deixava de reconhecer os riscos implícitos nas decisões tomadas no curso da conjuntura - especialmente o de sinalizar erradamente para os mercados qual seria a real intenção da política monetária. E não deixa de ser bastante sugestivo da existência de insatisfação e perplexidade no âmbito interno que um amplo estudo dos procedimentos operacionais tenha sido encomendado ao seu *staff* visando aperfeiçoar a condução técnica da política monetária.¹⁸¹

Mesmo recusando a objeção de alguma falha fundamental, seja na implementação, seja na concepção dos novos procedimentos operacionais - e defrontando-se com a crítica ácida dos monetaristas, que insistiam na necessidade de mudar os procedimentos operacionais para alcançar o controle monetário (caso este fosse realmente o objetivo da autoridade monetária) - há indicações de que o Fed terá aprendido com a experiência. Com efeito, no seu primeiro ano de execução o Fed não prestou a devida atenção nas consequências sobre o controle monetário da relação (negativa) entre as reservas não-tomadas por empréstimo e as reservas tomadas por empréstimo, relação essa agora revestida de uma importância ampliada em comparação com o observado no passado devido à volatilidade substancialmente maior das taxas de juros (variável

leading manufacturing sectors slack off, and with them, price inflation ... In the light, short recessions of 1970 and 1980, total employment did not fall, and neither did the rate of inflation.” (p. 49/50).

181. Ver Volcker (1980-g), Hadjimichalakis (1984) faz uma minuciosa *survey* crítica de todo o debate.

endôgena no novo regime). De fato, posto que o Fed passara a fixar em cada período a oferta de reservas não-tomadas por empréstimo, era crucial proceder a uma boa estimativa das reservas tomadas por empréstimo a fim de que o montante das reservas totais fosse compatível com a meta estabelecida para os agregados monetários. O Fed inicialmente descuidou desse aspecto dos novos procedimentos operacionais, o que afetou o grau de eficácia do controle monetário. Assim, tanto no início do ano como durante o segundo semestre as tentativas de aperto monetário foram acompanhadas de alta das taxas de juros (resultado natural e desejado) e igualmente de acentuada elevação das reservas tomadas por empréstimo (resultado imprevisto), permitindo a materialização de uma expansão monetária superior à desejada. Apenas em 1981 o Fed reconheceria o problema, abandonando a prática anterior de considerar dado, no curto prazo, o volume das reservas tomadas por empréstimo.¹⁸²

Do ângulo da condução da política macroeconômica não resta dúvida que a etapa final da Administração Carter sintetizou uma das experiências mais frustrantes da história político-econômica norte-americana do pós-guerra. Nem o Fed logrou alcançar um controle monetário minimamente satisfatório para o padrão de atuação demandado pelos mercados e que ele próprio decidira seguir, nem os reiterados compromissos de Carter com a austeridade fiscal se traduziram em qualquer avanço na redução do déficit orçamentário - o qual, em setembro, encerrado o ano fiscal 1980, terminou alcançando a cifra de U.S. \$ 59,6 bilhões, o nível mais elevado observado durante todo o seu período de governo.¹⁸³ A ineficácia da política econômica era exibida de forma

182. Hadjimichalakis (1984) examina detalhadamente essa questão, que é central na sua apreciação crítica da atuação do Fed nessa primeira fase do experimento monetarista. Ver especialmente p. 82/88 e 106/107, nota 5. Ele sugere que o Fed teria usado uma *random-walk formula* para projetar o comportamento, no período entre duas reuniões seguidas do FOMC, dessa componente das reservas bancárias: "That is, the Fed was assuming that the amount of borrowed reserves for the next period would be equal to that which materialized in the current period." (p.82). Ele cita vários depoimentos das autoridades monetárias que indicam uma mudança de posição em 1981. O Fed, entretanto, admitiu a ocorrência de "erros estocásticos" e não um erro de implementação.

183. Esse valor foi esgrimido durante a campanha eleitoral e consta do *America's New Beginning: A Program of Economic Recovery*, documento lançado por Reagan em fevereiro de 1981. Posteriormente, o ERP (1982) apresentou valores para o déficit total (incluindo *off-budget items*) nos anos fiscais de 1980 e 1981 da ordem de U.S.\$ 73.8 bilhões e U.S.\$ 78.9 bilhões respectivamente; excluindo os itens *off-budget* os déficits foram de 72.7 e 73.9 bilhões de dólares respectivamente - cf. OMB (1988), p. 1.1 (2). Sobre a performance do Fed John Paulus, um conhecido economista de Wall Street, comentou durante depoimento no Congresso: "... it is very important that the Fed adopt targets which are consistent with their goals; targets that are achievable ... In the last 5 years, we've hit the targets basically in 1 year. And the cost of continually missing those targets is growing. For example, in the last year, I would judge monetary policy as having been restrictive ... Yet market

contundente num quadro de deterioração de todos os principais indicadores econômicos com repercussão político-eleitoral. A recuperação durante o segundo semestre ocorria em meio a uma densa névoa de incerteza: ela induzia uma dura reação do Fed, empurrando as taxas de juros para níveis insuspeitados (e deixando Carter numa posição de impotência diante do eleitorado); ao mesmo tempo, emergindo ainda debilmente (o crescimento do PNB real no terceiro trimestre foi de apenas 0,9% a.a.), ela era incapaz de conter o movimento de alta do desemprego, o qual atinge a taxa de 7,6% em outubro. Há evidência de queda dos salários reais durante o período e de uma significativa erosão nas condições de vida e perspectivas de ascensão dos trabalhadores assalariados, acumulando-se durante a década e semeando dúvidas sobre o futuro do "sonho americano" para parcelas crescentes da população (e do eleitorado).¹⁸⁴ E, como seria lembrado com frequência por Reagan e seus conselheiros, pela primeira vez desde a década de 20 a economia norte-americana se defrontava com uma inflação de dois dígitos por dois anos seguidos. Não é de estranhar que, em tal cenário, a opinião pública manifestasse sinais de estar envolvida em um estado de forte ansiedade, tendendo a conferir particular importância aos problemas associados à economia e a julgar provável uma deterioração ainda mais pronunciada da conjuntura.¹⁸⁵ A derrota eleitoral de Carter terá sido consequência talvez de um leque mais amplo

participants have judged the Fed's performance last year as being a failure because the monetary targets were not hit. Thus, even when the Fed did something right ... they did not get the credit that they deserved. As a consequence, the favorable effects on inflationary expectations of having the public perceive a toughness in the Fed is lost. I repeat: the targets must be realistic and they must be achievable." JEC (1981), Part 3, p. 180 (e 196/197).

184. Sobre a evolução da conjuntura ver Estados Unidos. Perspectiva Latinoamericana. CIDE, vol. 6, n.1, enero 1981, p. 9. Para um exame das tendências durante a década ver Carnoy (1983), Weisskopf (1981) e Currie et al (1980). Epstein (1981) traça uma radiografia cortante do desempenho da política econômica nessa conjuntura: "Not since Herbert Hoover had a president presided over an election-year economy that behaved so diametrically opposed to what social science and common sense would suggest to be the outcome of a reasonable reelection strategy ... Central to understanding the Carter administration's economic policy is a recognition of the degree to which the president deferred to the Federal Reserve in the shaping of that policy ... To the extent that anyone was in charge of the national economy, it was not the president, but the Federal Reserve ... During the last two years of the Carter presidency not even the Federal Reserve could control the national economy. Wild vacillations in the economic climate triggered abrupt changes and policy reversals at the Fed. Unhappily for Jimmy Carter, no one was in charge ... At no times since the Great Depression has the Federal Reserve followed such a contractionary monetary policy in an election year, exercised its power over the financial sector to such a degree, and yet seemed in so little control of the economy." (p. 142/143).

185. Uma pesquisa de opinião do New York Times, realizada no dia da eleição, revelou uma predominância esmagadora dos temas econômicos entre os eleitores de Reagan. Ver Hibbs (1987), p. 201. Outra pesquisa, encomendada pela Bolsa de Valores de Nova Iorque, fornecia indicações reveladoras do grau de ansiedade atravessando a opinião pública: uma parcela majoritária expressava a percepção de que a economia estava em

de circunstâncias. Não há como negar, porém, o papel de uma conjuntura econômica sumamente perversa e a associação inevitável com a sua política econômica. Num clima que tendia a favorecer a opção de “mudança”, Reagan manejava com desenvoltura um discurso apontando claramente nessa direção - e, ademais, professava um otimismo que facilmente esvaziava a Plataforma Democrata de combate simultâneo à inflação e ao desemprego.

6. Uma visão de conjunto do período Carter

O exame do movimento da política econômica durante a Administração Carter permite concluir o seguinte:

1. O começo da Administração Carter em 1977 caracterizou-se pela tentativa de implementar uma estratégia de política econômica não ortodoxa, afastando-se da orientação que predominou durante o último ano da presidência Nixon e durante o interregno Ford. Suas características distintivas foram a prioridade concedida à sustentação e aceleração do crescimento econômico e à redução progressiva do desemprego; um enfoque gradualista para o enfrentamento da inflação e a rejeição da alternativa de política restritiva, avaliada não apenas como socialmente custosa mas também como ineficaz; a disposição de recorrer a um ativismo fiscal, combinado a uma clara preferência favorável a uma política monetária passiva, conferiam um perfil keynesiano à gestão da economia. Mesmo nessa fase, de rejeição da austeridade conservadora, é possível identificar dois pontos de convergência com o ideário conservador: 1º) a promessa de um orçamento equilibrado no ano fiscal 1981, final de seu mandato (Reagan faria idêntica promessa ao iniciar sua presidência); 2º) explicitava-se a meta de reduzir a participação dos gastos governamentais totais no PNB de 22,5% em 1976 para 21% ao longo de sua gestão (tal como Reagan, embora em um grau mais modesto).

A estratégia inicial da política econômica de Carter contemplou também uma intensa ação de diplomacia macroeconômica, visando induzir os governos da Alemanha e do

uma “verdadeira crise” e de que existia risco de ocorrer uma “grande depressão” no futuro imediato. Ver Bowles et al (1989), p. 25/26.

Japão a tomarem medidas de estímulo a suas economias: com isso esperava-se desfrutar de um fator adicional de apoio à recuperação da economia norte-americana (através do crescimento das exportações) e igualmente evitar a fragilização daquela estratégia em função do surgimento de desequilíbrios crescentes de pagamentos na economia internacional. A diplomacia macroeconômica tardou para dar frutos, os quais de qualquer forma se mostraram ineficazes em face da completa mudança de conjuntura nos Estados Unidos e na economia internacional. Durante o segundo semestre de 1977 e ao longo de 1978 um intenso movimento especulativo contra o dólar ganha livre curso, estimulado inicialmente pela própria postura assumida pelo Tesouro dos Estados Unidos. No período a política de negligência benigna dos Estados Unidos é alvo de críticas da comunidade financeira internacional. Paralelamente a inflação começa a se acelerar colocando em questão a estratégia adotada em 1977. Essa combinação de circunstâncias levou a uma completa reorientação da política econômica.

2. Essa mudança da política econômica ocorreu em etapas. O pacote de sustentação do dólar de novembro de 1978 pode ser tomado como sua primeira manifestação: uma elevação imediata e contundente das taxas de juros sinalizou o novo rumo que se pretendia imprimir à política monetária; paralelamente Carter reconheceu explicitamente a necessidade de austeridade na área fiscal, comprometendo-se com uma meta de redução substancial do déficit orçamentário. E de fato é inegável o perfil restritivo assumido pela política fiscal nessa conjuntura: no conceito de déficit/superávit de alto emprego observa-se uma variação contracionista da ordem de 0,9% do PNB do segundo semestre de 1978 para o primeiro semestre de 1979. A iniciativa de novembro de 1978 - que não deve ser interpretada como se tivesse por objetivo promover uma valorização do dólar, mas sim restaurar uma situação de estabilidade relativa nos mercados internacionais então dominados por um grau de turbulência insustentável - contemplou igualmente maciças intervenções nos mercados de câmbio e alcançou um êxito transitório, ao lograr conter o pânico que se manifestara em 1978, mas sem permitir dissipar a atmosfera "baixista" que prosseguiria engendrando sobressaltos recorrentes.

A inflexão conservadora da política econômica se cristalizaria de forma cabal com a mudança introduzida em outubro de 1979 na condução da política monetária, já sob o comando de Volcker. A mudança foi gestada em meio a uma conjuntura de novas pressões contra o

dólar, que colocavam em risco a sua posição de moeda-chave. Mas não se deve atribuir uma importância menor ao processo de franca deterioração em que mergulhou a economia norte-americana, às voltas com uma forte desaceleração do crescimento do produto (especialmente no primeiro semestre do ano) e inclusive uma queda absoluta da produtividade - e, o mais importante, uma alta alarmante da inflação (com o CPI saltando de 9,0% em 1978 para 12,7% em 1979, registrando-se ainda taxas anualizadas superiores a 14% nos meses de fevereiro, maio e junho). Um *ex-chairman* do Fed, Arthur Burns, traduziu muito bem o tipo de percepção que tendeu a ganhar força na conjuntura de 1979 ao referir-se à “angústia” dos bancos centrais defrontados com a realidade de um recorrente fracasso na sua missão de guardiões da moeda. O ambiente era, assim, muito propício à formação de um consenso de que uma ação contundente na área monetária deveria ser experimentada sem hesitação. Em resumo, fatores econômicos internacionais e domésticos se combinaram de uma forma especialmente dramática, conferindo uma força irresistível à alternativa conservadora.

3. A inflexão conservadora revestiu-se da forma do monetarismo. Mas é necessário perscrutar mais fundo o real significado desse movimento. Por mais que então se observasse uma presença muito influente dessa corrente no debate teórico, seria enganoso identificar aí qualquer papel decisivo na opção seguida pelo Fed. A adoção do monetarismo, na verdade, foi essencialmente de natureza instrumental. Os quadros dirigentes do Fed não partilhavam da perspectiva monetarista: em particular, julgavam impraticável um controle estrito da quantidade de moeda no curto prazo (um mês ou mesmo um trimestre); e advogavam como essencial no processo de desinflação a austeridade fiscal (de forma alguma eram partidários da idéia de que a política monetária é mais importante). A questão residia: 1º) na percepção da inflação como a própria expressão da crise, exigindo uma consideração prioritária; 2º) no diagnóstico de que a expansão monetária e creditícia vinha se fazendo (inclusive em 1979) totalmente fora do controle, sufragando a especulação; 3º) na crença de que uma reversão definitiva da longa conjuntura de inflação tendencialmente crescente exigia uma disciplina monetária mantida por um tempo previsivelmente longo (até lograr convencer os mercados da firmeza de propósitos da política econômica, de forma a induzir uma mudança de expectativas); 4º) na avaliação de que isso seria de difícil viabilização posto que necessariamente implicava um cenário de altas

taxas de juros, o que se temia ser difícil de sustentar politicamente por muito tempo. O monetarismo permitiu ao Fed maior margem de manobra para executar uma política monetária restritiva ao ocultar a sua intenção e responsabilidade pela alta dos juros (atribuída ao comportamento dos mercados). Adicionalmente, o monetarismo tinha o atrativo de permitir uma fácil comunicação com o público ao enfatizar a importância do nexos moeda-inflação, quase um senso-comum aos olhos do leigo. Da perspectiva do Fed, se lograsse transmitir uma imagem de firmeza na manutenção da disciplina monetária as chances de convencer os mercados da consistência de sua postura anti-inflacionária seriam maiores (e, portanto, maiores as chances de reverter o estado das expectativas).

4. Salvo, talvez, no seu objetivo de estancar a turbulência nos mercados de câmbio, a política econômica fracassou sem sombra de dúvida em seu primeiro ano de implementação. Observou-se uma notável volatilidade no comportamento dos juros e, sobretudo, da expansão monetária durante o ano de 1980. A própria ação do Fed foi sobredeterminada pela interferência de Carter, forçando a introdução de controles de crédito. Quanto à austeridade fiscal claramente a Administração Carter caminhou a reboque dos acontecimentos (sendo obrigada, sob a pressão dos mercados, a rejeitar em março de 1980 a proposta orçamentária apresentada dois meses antes), além de mostrar-se totalmente incapaz de articular o indispensável apoio do Congresso (majoritariamente Democrata). Com a inflação permanecendo num patamar de dois dígitos e a economia mergulhando em recessão, a receita e despesa escaparam inevitavelmente ao controle, suscitando o maior déficit orçamentário de sua gestão. O terreno estava preparado para a era Reagan.

CAPÍTULO II

ADMINISTRAÇÃO REAGAN: A RESPOSTA CONSERVADORA À CRISE

1. O contexto do triunfo conservador

A eleição de Reagan em novembro de 1980 assinala a plena explicitação da hegemonia do ideário conservador na formulação da política econômica. É verdade que, sob a liderança de Carter, o liberalismo centrista que dominou a política norte-americana no pós-guerra desde o início exibiu um viés conservador e ao final de sua presidência parecia mesmo ter perdido completamente seus laços originais. Durante a disputa eleitoral Carter empenhou-se em lembrar aos eleitores que a tradição à qual estava ligado era fundamentalmente distinta das posições representadas por Reagan. Não obstante, a evidência de sua Administração dava margem para colocar em dúvida o significado real desse discurso ao revelar um perfil de Carter como “o menos liberal” dos presidentes democratas em meio século. A distinção torna-se ainda mais duvidosa ao confrontar-se os conteúdos das Plataformas Democrata e Republicana, as quais não apontavam de forma alguma cursos alternativos radicalmente diferentes colocados para o escrutínio do eleitorado. E não resta dúvida que a conjuntura econômica adversa teve um papel decisivo na reação do eleitorado de negar um segundo mandato para Carter - um comportamento que não ocorria desde a derrota do Republicano Hoover em 1932. Mas é igualmente verdadeiro que a liderança de Reagan, à frente de uma coalizão política inequivocamente conservadora, introduz aspectos novos no movimento da política econômica, os quais devem ser devidamente apreciados - e descortina um redirecionamento da política norte-americana, há muito em gestação, que a presidência Democrata se não chegava a ocultar no mínimo se prestava à confusão.¹

1. Ver Hibbs (1987), cap. 6, para uma interpretação da eleição de Reagan em termos da teoria do ciclo político-eleitoral. Hibbs rejeita a leitura alternativa que vê na eleição de 1980 um divisor de águas, assinalando uma “fundamental shift to the right” (p. 186). Embora valiosa, sua análise é estreita, diluindo diferenças importantes para a compreensão da dinâmica do processo político e a evolução da política econômica. Como observa Alan Wolfe: “... so rightward had political comment shifted even before Reagan’s election that the

Antes de mais nada, há que se reconhecer que o notável triunfo eleitoral obtido por Reagan não representou simplesmente o retorno dos Republicanos à presidência. A alternância de Partido no controle do Executivo não constitui em si mesmo indicação de mudança substantiva nos arranjos políticos consagrados, abrindo dessa forma a possibilidade de uma mudança de curso de maior alcance na orientação geral das políticas governamentais. Mas, diferentemente de seus antecessores Eisenhower e Nixon (embora no caso deste último exista margem para dúvida), a eleição de Reagan foi portadora de forma inconfundível dessa perspectiva. Para compreendê-lo é necessário não perder de vista que a dinâmica do processo político abarca igualmente a atuação de movimentos sociais que, embora muitas vezes originando-se e prosperando à margem do sistema partidário, podem desaguar na emergência de divisões e realinhamentos de forças hegemônicas no interior das agremiações políticas. E realmente essa foi a trajetória percorrida pelo Partido Republicano desde o *New Deal* - sempre controlado por correntes claramente identificadas com o bloco de interesses que compõem o *Establishment* e mantendo numa posição periférica as lideranças que expressavam dissidências ultra-conservadoras.² A novidade política da vitória de

Democratic agenda of Jimmy Carter was not radically different from what replaced it. It is more compelling to view recent events in the United States as the working out of a conservative logic that has been present since the end of World War II, a conservatism that first took the form of liberalism before, in a period of economic decline, assuming its real character. From this point of view, 1980 is, in one sense, not a turning point, for conservative instincts have been present for some time, but, in another sense, does represent a change, for those instincts are now being correctly identified." Wolfe (1981-b), p. 27. Para uma avaliação equilibrada do conservadorismo (*ma non troppo*) da Administração Carter ver Lekachman (1988), p. 91/92; sua análise das razões da eleição de Reagan (cap. 1) oferece uma perspectiva mais ampla e matizada do que o enfoque privilegiado por Hibbs.

2. Davis (1981) esboça uma interessante análise do papel das diferentes frações de classe capitalistas no interior dos partidos norte-americanos. A permanência de um antigo segmento monopolista (as grandes corporações industriais e as tradicionais instituições financeiras de Wall Street - o *Eastern Establishment*) ao lado de um variado segmento "competitivo" de âmbito local/regional e, sobretudo, o impacto acentuadamente diferenciado do desenvolvimento levando ao surgimento de novos capitalistas milionários nas regiões Sul e Oeste (o *Sunbelt*), determinariam a divisão em correntes e mudanças na relação de forças no interior dos partidos. O aspecto central, aqui, é a predominância exercida por aquele primeiro bloco de interesses (para Davis a fração "central" do capital) na orientação seguida pelo Partido Republicano durante o pós-guerra: assim, sucessivos candidatos presidenciais (Dewey, Eisenhower e Nixon em 1960) "... adhered to the core programme of corporate internationalism and critical toleration of New Deal reforms." (p. 34) Em contraposição: "The first mass current in American politics to self-consciously call itself the 'Right' was the loosely-knit opposition wing of the Republican Party which emerged in 1938 under the leadership of Senator Taft of Ohio. Its financial nucleus was a constellation of protectionist Midwestern banking and industrial interests (including the lords of 'little steel') who were ultramontane in their loyalty to McKinleyism and fanatical in their opposition to both the New Deal and liberal-internationalist Republicanism. This peripheral capitalist bloc also attracted support from the various flotsam and jetsam connected to the old rentier strata, as well as from the shopkeepers of a myriad small-town 'Main Streets' who had little use for the federal government and even

Reagan reside precisamente no fato de ele representar uma liderança do Partido aglutinadora das múltiplas correntes da direita radical - as quais jamais haviam logrado empalmar a presidência (e até a década de 60 eram mesmo excluídas do jogo político principal). Reagan teve um precursor na figura de Barry Goldwater, candidato derrotado em 1964; e é interessante como, à época (auge do “liberalismo keynesiano”), uma opinião muito difundida apostava na virtual impossibilidade política de um triunfo da direita, à qual restaria tão somente, enquanto ator coadjuvante, o papel de tentar impedir a extinção do “ultra-conservadorismo” do palco da política norte-americana.³

Nada mais distante da realidade, porém. Contrariamente àquela percepção de que as alianças políticas tecidas a partir do *New Deal* e consolidadas durante o pós-guerra, numa base “consensual” (bi-partidária), não deixavam espaço para que as manifestações “extremistas” lograssem alcançar uma posição dominante na política norte-americana, o que se observou ao longo das décadas de 60 e 70 foi um vigor crescente de inúmeros movimentos associados a uma “nova direita” e a um “neoconservadorismo”.

Neste passo, cabe um parêntese. Na verdade a política norte-americana foi fortemente influenciada pela presença de correntes conservadoras desde a década de 30, canalizando interesses periféricos em relação à dominação exercida pelo *big business* e sentimentos despertados pela implementação do *New Deal*. Se não dispunham de força suficiente para atingir a hegemonia do processo político, eram de qualquer forma capazes de bloquear um aprofundamento do reformismo introduzido pelo *New Deal*. Em consequência a posição dominante desfrutada pelos liberais durante o pós-guerra, cerceada pela realidade de um ambiente fortemente conservador, traduziu-se não em um avanço na direção da social-democracia europeia

less for Eastern bankers. Its distinctive resonance, moreover, was its blending of anti-Rooseveltian intransigence with a fierce nationalism - frequently misnamed 'isolationism' - that urged the pursuit of Manifest Destiny in the Caribbean and Pacific, while rejecting American involvement in European intrigues. (...) Despite his support from the party 'regulars', Taft's presidential drives were sabotaged four times between 1940 and 1952 by shrewd injections of Eastern money and the defection of right-wing allies." (p. 34/35). Para esses conservadores o Partido Republicano era dominado pelo *Eastern Establishment* "liberal".

3. Ver Wolfe (1981-b) para uma breve revisão crítica das análises tradicionais do fenómeno conservador e o reconhecimento de que a vitória de Reagan colocava na ordem do dia uma mudança de perspectiva na abordagem do significado da direita radical na política norte-americana. Segundo Wolfe: "Ronald Reagan is the first American president of the twentieth century whose political origins do not lie in the broad consensual centre of American politics. Only time will tell whether Reagan will remain true to his oft-expressed

e sim na estruturação de uma “política de crescimento” e na cooptação das lideranças sindicais (seduzidas pelas benesses do crescimento, abriam mão da mobilização de classe que marcara o movimento operário na década de 30).⁴ Do *Employment Act* de 1946 à *Grande Sociedade* de Johnson é possível descortinar as realizações da coalizão política estruturada pelos Democratas, vigindo com inegável êxito político durante o longo ciclo expansivo do pós-guerra. O interlúdio Republicano sob Eisenhower, embora criticado pela moderação e timidez na política macroeconômica, não representou qualquer contestação fundamental àquele pacto político (se não buscou avançar, tampouco preocupou-se em rever políticas inauguradas antes de sua Administração).⁵

Mas se o conservadorismo sempre esteve presente e chegou mesmo a ser reforçado, beneficiando-se das fricções criadas pelo crescimento (atingindo de forma desigual setores e regiões) e da ausência de uma política de mobilização operária, é preciso reconhecer que ele não é expressão de um movimento linear e monolítico. Ao contrário, também aí observa-se evolução e um espectro variado de posições. A década de 60, sem dúvida, assinala um divisor de

conservative beliefs or whether, for the sake of political peace, his administration will soften its *revanchiste* instincts.” (p. 3)

4. Esta perspectiva é desenvolvida em detalhe por Alan Wolfe, em diversos trabalhos. Ver, por exemplo, Wolfe (1981-b), p. 17/22. A dialética liberalismo/conservadorismo na política norte-americana contemporânea é assim sintetizada: “The origins of the contemporary right lay in the conservative reaction spawned by the New Deal. Even if one interprets the New Deal as a reorganization of power at the top, as opposed to fundamental change driven from below, it still marked a major watershed in the structure of economic and political power, in which some lost and others gained. Higher taxes, an increased role of the state, possible intervention in the European war, the recognition of labour’s right to organize, and an active free trade policy for all aroused the ire of entrenched interests in the Midwest and South. As Michael Miles has emphasized, localist, protectionist, and deflationist sentiment coalesced in the Southern wing of the Democratic Party and in Midwest Republicanism to constitute a challenge to the directions established by Roosevelt. By 1938 the conservative bloc was strong enough to operate as a veto group, and from that point forward, no New Deal legislation was able to pass Congress.” (p. 17). O “empate político” prosseguiu no pós-guerra: “Yet although they held power, there was very little that Democrats could do with it, for conservative sentiment was so strong. (...) yet any hopes by the right to return to the days of small government, low taxes, and general isolationism were equally without a firm political and economic base. (...) In the face of this stalemate, a political compromise was ultimately fashioned in which liberals would retain executive power, but only by designing their programmes so as not to antagonize conservative interests.” (p. 18)
5. Como observa Lekachman (1988): “Eisenhower ended the Roosevelt-Truman era but accepted the legacy of the New Deal and never sought seriously to repeal its innovations in social legislation, and assorted subsidies and protections to farmers, unions, homeowners, and bank depositors.” (p. 21). No mesmo sentido, diz Schlesinger, Jr. (1992): “Outra realização interna de Eisenhower consistiu simplesmente em aquiescer, e por conseguinte legitimá-las, nas mudanças que Franklin Roosevelt levava a cabo na sociedade americana.” (p. 442). Ver também Krieger (1986), cap. 5.

águas. Entre a derrota acachapante de Goldwater em 1964 e o triunfo expressivo de Reagan em 1980 uma intensa ebulição no processo político consolidou a posição das forças da direita, metamorfoseando uma derrota interpretada como sinal de sua inevitável desapareção em uma vitória que, à época, pareceu sinalizar o início de uma nova era na política norte-americana.⁶ Assim, na esteira do autêntico turbilhão contestador da ordem que varreu a sociedade norte-americana durante a década de 60 (rebelião negra, rebelião estudantil, movimento feminista, etc.), a derrota no Vietnã e a prolongada estagflação da década de 70, vicejaram rapidamente os novos movimentos conservadores canalizando, com notável êxito, descontentamentos crescentes de natureza cultural (sobretudo relativos à percepção de ameaça à constituição patriarcal da ordem familiar) e econômica. A direita ganhou força ao diversificar sua agenda de preocupações e esforços de mobilização de massas: aos temas mais antigos, nunca abandonados (como o anti-comunismo beligerante e a oposição às medidas de integração racial), vieram se somar variadas campanhas explorando temas específicos, predominantemente na esfera cultural/familiar (movimento contra a educação sexual nas escolas, movimento anti-aborto, movimento anti-ERA/Equal Amendment, etc.). Mas pelo menos um desses movimentos - a *tax revolt*, sintetizada na Proposição 13 aprovada em 1978 na Califórnia - exhibe um conteúdo claramente econômico.⁷

6. Goldwater perdeu por uma diferença de votos da ordem de 22,6%, uma margem somente suplantada (ligeiramente) nas eleições de 1936 (Roosevelt) e 1972 (Nixon). Reagan venceu com uma diferença de votos de 10,6%, notável em comparação com o desempenho de Carter em 1976 (2,2%). Para um exame crítico (e rejeição) da tese de um realinhamento (conservador) de longo alcance do eleitorado ver Edsall (1988), Schneider (1988) e Cohen & Rogers (1988).

7. Como observa Rosalind Petchesky: "Above all ... what has given the New Right both ideological legitimacy and organizational coherence, has been its focus on reproductive and sexual issues. If there is anything 'new' about the current right wing in the United States, it is its tendency to locate sexual, reproductive, and family issues at the center of its political program - not as manipulative rhetoric only, but as the substantive core of a politics geared, on a level that outdistances any previous right-wing movements in this country, to mobilize a nationwide mass following." - citado in Krieger (1986), p. 137. Hunter (1981) sintetiza da seguinte forma a agenda norteando a ação da nova direita: "Expresión de una reacción política y cultural contra los movimientos sociales y las políticas liberales de los años sesenta, la ideología de la nueva derecha representa una visión aún más conservadora que el reaganismo. Es la defensa de la familia patriarcal frente a sus alternativas: de América frente a sus enemigos internos y externos; de la libre empresa capitalista frente a las opciones socialistas y de asistencia estatal. Es la defensa del trabajo arduo y la virtud frente a la lasitud moral y la libertad sexual; de los blancos frente a los negros; de los hombres frente a las mujeres; de los padres frente a los hijos. Es una política que busca recapturar el control de América para los estratos medios y blancos americanos, para el 'pueblo' que se sintió dejado de lado y sometido por los cambios de los años sesenta. La nueva derecha desea movilizar a los sectores de la población que experimentan esos sentimientos..." (p. 1745). Sobre a *tax revolt* Brenner & Brenner (1981) observam: "Between 1972 and 1979, average spendable weekly earnings (for a family of 4) declined by 9%. Meanwhile the burden of taxation has increased. The

A extraordinária penetração alcançada pela nova direita nas décadas de 60 e 70 refletiu uma *praxis* inovadora, nitidamente mais eficiente que a política tradicional das correntes conservadoras: ao invés da agitação de temas abstratos, se não incompreensíveis para a realidade da maioria do eleitorado, a galvanização de sentimentos latentes em boa parte da população votante através da tática de ações específicas com grande potencial mobilizador - a qual pela sua amplitude, num ambiente de crise prolongada, terminou disseminando um sentimento fortemente conservador (não terá sido circunstancial que a vitória de Nixon em 1972 foi esmagadora; e em 1976 por muito pouco Reagan não conseguiu a indicação para a disputa presidencial, enquanto a vitória de Carter, sobre um Ford bastante enfraquecido, foi apertada; para não mencionar o conservadorismo do próprio Carter). E a sua capacidade de organização era incomparavelmente superior, abarcando uma verdadeira rede de organizações, civis e religiosas, com o envolvimento de um grande número de ativistas e fartamente irrigada de recursos. Um de seus expoentes, Richard Viguerie, explorou exitosamente a inovação do sistema de mala direta para o financiamento e difusão do movimento⁸.

Paralelamente ao crescimento do movimento conservador no terreno da prática política emergia (não sem fricções com as correntes ativistas) um não menos vigoroso pensamento neoconservador. Os poucos centros de pensamento anti-liberais mais antigos (como a Hoover Institution, fundada em 1919, e o American Enterprise Institute, fundado em 1943) saltam do sub-mundo da dissidência frente ao *mainstream* para uma posição de primeira grandeza e numerosos *think tanks*, dedicados às mais diversas áreas de estudo, são criados (a Heritage, talvez a mais importante dessas instituições ao lado do AEI durante o governo Reagan, surge em 1973). Todo esse aparato é generosamente suportado por recursos provenientes do grande capital (AEI),

weight of property taxes has become unbearable in some states. In 1977, for example, property taxes took 7.6% of personal income in Massachusetts, 6.5% in California, compared to 4.6% for the U.S. as whole. The growing squeeze on working people, caught between stagnant or declining real wages and rising taxes, forms the background for the tax revolt. Cutting taxes is an entirely understandable response to a real problem." (p. 31). Ver também Hagstrom (1988), p. 44/48.

8. Ver Hunter (1981) para uma minuciosa descrição das organizações da nova direita e uma análise da ideologia propagada por esse conjunto de movimentos. Davis (1981) destaca um aspecto importante do recurso ao mecanismo das listas de correspondência no financiamento de campanhas, introduzido originalmente por Goldwater: "The extensive mailing lists (...) were a revolutionary step forward in emancipating the right from dependence on the Eastern Establishment and in providing the resources for it to survive and grow as a network of institutionalized single-issue movements and multipurpose umbrella groups." (p. 36)

dos novos milionários do *Sunbelt* (Heritage), fundações (como a Olin Foundation) e até mesmo de contribuições individuais de um expressivo número de afiliados. Uma constelação de pensadores e propagandistas lograria renovar a reflexão conservadora, revitalizando a dimensão ideológica do movimento: aos nomes de Hayek e Buckley Jr., expoentes de uma geração anterior, viriam se somar os de Friedman, Kristol, Gilder, Laffer, Wanniski, etc. E, com um papel certamente fundamental, ao lado de uma safra abundante de autores e livros influentes, proliferam as revistas e jornais que propagam uma cultura conservadora (e servem de veículo para o desenvolvimento de quadros); mais ainda, ao atingir um certo nível de ressonância conseguem mesmo delimitar a agenda do debate político, dando uma aura de aparente consenso a várias idéias conservadoras. Com razão, um observador desse processo descreveu-o como a emergência de um verdadeiro *Counter-Establishment*.⁹ Não se pense, entretanto, que os agitadores da nova direita e os intelectuais neoconservadores atuassem de forma coordenada ou mesmo em harmonia. Ao contrário, as diferenças eram profundas, se não irreparáveis: os primeiros, visceralmente populistas, repudiavam toda forma de elitismo enquanto os segundos não professavam antipatia menor diante do moralismo extravagante cultivado pela nova direita. E igualmente entre a elite pensante não existiu nada semelhante a um corpo doutrinário uniforme partilhado por todos os seus integrantes.¹⁰

Para essas correntes o conservadorismo arraigado do Partido Republicano era considerado sumamente insatisfatório e visto com suspeição. Um forte sentimento anti-*Establishment* criava uma relação muito tensa, se não uma oposição radical, entre os movimentos de base e a liderança tradicional que mantinha o controle do Partido. É sintomático que Goldwater, uma figura pioneira da nova direita, tenha erguido sua candidatura em 1964 contestando abertamente a linha política tradicional do Partido Republicano - e servindo-se de

9. Blumenthal (1988). Esse autor traça um magnífico painel da trajetória do movimento conservador no território das idéias. Ele mostra como na visão dos conservadores o inimigo principal, real ou ilusório, era representado pelo *Establishment*, que perpetuava a dominação do liberalismo. Um de seus ideólogos expressaria, em meados dos anos 60, esse sentimento: "The chief point about the Liberal Establishment is that it is in control. It is guiding the lives and destinies of the American people. It wields enormous, immeasurable power ... its control embraces the instruments of public scrutiny. It directs and instructs popular opinion." (citado à p. 4). E Buckley Jr. esclareceria: "... that we speak here of the intellectual plutocrats of the nation, who have at their disposal vast cultural and financial resources; and that it is possible at any given moment to plot with fair accuracy the vectors of the Establishment's position on everything." (citado à p. 14).

métodos inovadores para lograr superar a muralha que bloqueava a vitória no âmbito interno às lideranças rebeldes.¹¹

Reagan surge no cenário político fazendo campanha para Goldwater. Sua performance, utilizando com singular maestria a televisão, instrumento fundamental das campanhas políticas modernas, desperta a atenção sobre suas potencialidades como um futuro nome alternativo. E logo em seguida seria lançado, com sucesso, candidato a governador da Califórnia, representando a reação contra os movimentos de contestação à ordem muito ativos no estado. Desde então ele encarnaria a figura do candidato permanente à presidência (tendo já em 1968 desafiado Nixon durante as primárias no Partido).¹² Por isso mesmo até a eleição de 1980 a imagem de Reagan tendia a ser associada diretamente à de Goldwater - um candidato que investia implacavelmente contra diversos programas governamentais na área de *welfare*, dessa forma fragilizando suas perspectivas de sucesso eleitoral. Na verdade a derrota de Goldwater permitiu

10. Ver Krieger (1986), p. 144/147.

11. Goldwater, senador pelo Arizona, ganha notoriedade ao liderar a rebelião dos conservadores contra a "traição" perpetrada por Nixon na campanha de 1960, aliando-se com Rockefeller (a personificação do odiado *Eastern Establishment*). "Whereas Taft's old guard was still fundamentally a network of courthouse cliques, the Goldwaterites were a *cadre* of middle-class, frequently college-educated* activists with a transcendent commitment to right-wing ideology and political agenda rather than to the Republican Party *per se*. They were also a financially independent movement, succeeding in the supposedly impossible feat of mounting a national campaign against the Democrats without support from the Eastern Establishment (most of whom decamped towards Lyndon Johnson," Davis (1981), p. 36. É notável o contraste entre os financiamentos das campanhas de Goldwater em 1964 e Eisenhower em 1952: Goldwater foi capaz de mobilizar cerca de um milhão de contribuições, das quais apenas 28% eram doações de U.S.\$ 500; Eisenhower recebeu 37.500 contribuições, sendo 88% doações superiores a U.S.\$ 500. Na verdade, como observa Schneider, desde os anos 60 tende a se espalhar um massivo sentimento *anti-Establishment*, afetando ambos os partidos (também Carter maneja um discurso populista). Ele aponta uma implicação fundamental: "In the 1950s, it was possible to talk about a Democratic Party establishment and a Republican Party establishment who were more or less in control of their parties' policies and organizations. While divided on economic issues - the Democrats were the big spenders, the Republicans the party of austerity - neither social issues nor foreign policy entered the partisan debate. Both sides endorsed the bipartisan Cold War consensus. And the most pressing social issue, race, was confused. (...) In the 1960s and 1970s, both party establishments were the targets of protest movements. The first challenge came from the right, in 1964, when the Goldwater movement mobilized conservative activists to wrest control of the Republican Party from the eastern establishment. (...) The protest movements introduced new ideological issues into party politics. The New Right conservatives attacked the Republican establishment for making too many compromises with big government - including acceptance of civil rights legislation - and for being too willing to accept peaceful coexistence with communism. (...) Beginning in the 1960s, social issues and foreign policy became partisan issues, alongside enduring party differences over taxes, spending, and regulation," Schneider, (1988), p. 65/66.

12. Para uma breve apresentação da trajetória de Reagan, ver Greenstein (1983), cap. 1. Sobre o engajamento de Reagan na campanha de Goldwater ver o relato de Blumenthal (1988), cap. 2.

aos conservadores extrair lições, decantadas no curso de sua longa marcha rumo ao poder. Com efeito, o programa brandido por Reagan ao eleger-se deixava de lado propostas com alta taxa de rejeição junto ao eleitorado e incluía outras com claras possibilidades de conquistar, simpatia, afastando-se da plataforma tradicional do Partido e também do *goldwaterismo*.¹³

Subjacente tanto ao *goldwaterismo* quanto ao *reaganismo* está a realidade de uma contínua diferenciação no âmbito das frações empresariais à medida em que um maior dinamismo econômico nos estados do *Sunbelt* produziu uma safra abundante de novos *entrepreneurs* (como categoria distinta da tradicional grande sociedade anônima, entrelaçada com as instituições de Wall Street), a emergência de importantes centros financeiros regionais e a proliferação de um grande número de novas grandes fortunas. Não apenas a base eleitoral de Goldwater e Reagan localizou-se no *Sunbelt* mas também o seu suporte financeiro foi erguido fundamentalmente a partir da ação concertada de alguns milionários da região, especialmente da Califórnia. Na década de 70, após a reforma motivada pelo episódio Watergate, o financiamento de campanhas passou a

13. Huberman e Sweezy (1964) analisando contemporaneamente o *goldwaterismo* observaram com perspicácia: "Su ideología se compone de pura reacción: los *parvenus* enriquecidos de los Estados Unidos no muestran hoy mayores indicios que hace diez años de comprender, y mucho menos de promover, la necesidad de un programa demagógico para conquistar el apoyo de las masas. Y a despecho de la abundante argumentación interesada o ignorante en sentido contrario, no hay razón alguna para creer que una fracción siquiera aproximada a la mayoría del electorado norteamericano esté dispuesta a liquidar los progresos arduamente conquistados en el periodo del New Deal. En este aspecto los demócratas, con su propaganda sobre la guerra contra la pobreza, la medicina social, etc. - por insincera y equívoca que sea - apuntan indudablemente a los sentimientos y deseos reales del norteamericano medio. La reacción goldwaterista suscita entusiasmo sólo entre los propios elementos parvenu que, aunque numerosos en términos absolutos, aun constituyen una parte relativamente pequeña de la población." (p. 9). A direita soube, com Reagan, aprender a lição, conforme assinalado por Davis (1981): "At the time many liberals and establishment Republicans believed that the New Right had been effectively annihilated as a serious political force; in fact, the organizational apparatus survived intact and thousands of conservative activists learned salutary lessons which they would apply in the campaigns of the seventies. First, 1964 demonstrated the suicidal folly of attacking vastly popular New Deal reforms like social security or the TVA which benefited the middle classes quite as much as the working classes. Secondly, the abrupt practical refutation of the latent majority thesis sharpened the focus around the problem of *winning over* elements of the Democratic coalition and encouraged many conservatives to concentrate on bipartisan single-issue campaigns with a rightist dynamic rather than frontal ideological clashes." (p. 37). A imagem de um Reagan ultra-conservador refletia seus pronunciamentos públicos desde 1964, quando "... he criticized a wide range of federal programs, including some that were considered to be politically invulnerable - farm subsidies, TVA, urban renewal, social security, the proposed job corps, foreign aid, a variety of government regulations, and the progressive income tax (...). Over the years (...) he was critical of federal aid to education, the effects of welfare on the family, the Interstate Commerce Commission, the provision of medical care to veterans with no service-connected disability, and the regulation of energy, in addition to the traditional Republican criticism of deficit financing. (...) In his 1976 campaign for the Republican nomination, he proposed a major transfer of federal programs and tax resources to the states." Niskanen (1988), p. 14. Ver também Barrett (1983), cap. 3.

ser determinado fundamentalmente pelos PACs (Political Action Committees) organizados pelas grandes empresas, os quais proliferam rapidamente (cerca de 954 em janeiro de 1981) constituindo-se numa forma importante de atuação do capital para fazer valer seus "interesses especiais" (e, num sentido mais amplo, influenciar a agenda do debate político). Os movimentos da nova direita e sua bancada no Congresso são financiados com reconhecida competência por esse mecanismo. Existe evidência, embora não definitiva, de que determinadas frações empresariais (companhias de petróleo independentes, do setor de construção, grandes proprietárias de terras, têxteis), caracteristicamente associadas ao *Sunbelt*, exibiram um comportamento predominantemente favorável aos candidatos da nova direita nas eleições de 1978 e 1980.¹⁴

Mas se as origens do *reaganismo* localizam-se no *Sunbelt*, sendo possível identificar fricções inter-capitalistas com reflexo no processo político e na condução das políticas governamentais, não há razão (nem evidência) para postular qualquer relação simplista de oposição entre grupos de interesses ou de vinculação estreita da Administração Reagan a um sub-conjunto particular das frações empresariais. Durante o longo período de consolidação do *reaganismo*, a fração hegemônica do grande capital - às voltas com uma crise econômica

14. Salt (1989) faz um balanço crítico dessa tese e aporta novos elementos para o seu desenvolvimento. Davis (1981 e 1984) é um pioneiro dessa linha de análise. Uma variante interessante dessa tese associa o conservadorismo dos *cowboys* capitalistas do *Sunbelt* à sua peculiar posição social: 1º) uma relativa instabilidade ("... fortunes in real estate, drug stores, discount merchandising, and low-cost insurance can quickly disappear.") em comparação com as velhas (aparentemente indestrutíveis) fortunas associadas ao tradicional capital monopolista engendraria um sentimento de insegurança, o qual "... tends to promote a militant defense of capital's privileges."; 2º) sendo protótipos do *self-made-man*, os novos milionários manifestam um ferrenho individualismo e professam a religião do livre mercado: "... Sunbelt capitalists are decidedly unsupportive of compromises made by the old rich over unions and welfare, and even see the Eastern establishment, with its haughty airs and claims of *noblesse oblige*, as much the enemy as trade unions and socialists." Cf. Salt (1989), p. 147/148. Ver também Blumenthal (1988), cap. 3; ele traça o seguinte perfil desse estrato social: "The Sunbelt entrepreneurs generally don't view the corporation as a social institution with communal obligations. Instead, they see it as the projection of an individual; they preach economic egoism. This new plutocracy lacks both the patrician heritage of *noblesse oblige* and the managerial instinct for conformity. To the entrepreneurs, private success is the fulfillment of social responsibility. Members of the larger community, they believe, should strive to emulate their example and become successful, too. Work-and-win is the way for everybody. (...) To them, free-market doctrine is autobiography. (...) Entrepreneurs believe that the American frontier is still vibrant in the Sunbelt. (...) Free enterprise, individualism, survival of the fittest - these are their dogmas. (...) Although the Sunbelt entrepreneurs have accumulated great wealth, they are envious and resentful of the Eastern Establishment, which they equate with the Liberal Establishment. (...) Their own rise is recent, a postwar phenomenon, and they feel excluded because of an Eastern Establishment monopoly of prestige and political power. To be wealthy and yet to be an outsider engenders an extremely powerful emotion of resentment." (p. 56/57).

prolongada: declínio tendencial da taxa de lucro, estagflação doméstica, acirramento da concorrência externa, tensão crescente na economia internacional - tendeu a afastar-se das formas de intervenção da política econômica desenvolvidas pelo "liberalismo keynesiano" e a fomentar a busca de opções alternativas. Esse movimento se traduziu não apenas numa atuação aguerrida via *lobbies* e nos esforços para ampliar o número de congressistas afinados com a defesa de seus interesses (apoiados em PACs organizados pelo grande capital), mas sobretudo numa ação voltada para o objetivo de influenciar os termos do debate político-econômico. Em 1972 é criada a Business Roundtable, reunindo CEOs provenientes de mais de 200 tradicionais sociedades anônimas gigantes: dessa forma o mundo do *big-business* passaria a expressar de forma coordenada e numa escala sem precedentes a sua vontade, perseguindo com sucesso conformar decisões legislativas favoravelmente a seus interesses e difundir um sentimento pró-*business* (alvo de contestação desde os anos 60).¹⁵ Em 1975, sob o comando de Charls Walker (um ex-funcionário do Tesouro em várias Administrações, ativo *lobbysta* e vinculado à Business Roundtable), é constituída a American Council on Capital Gains and Estate Taxation (posteriormente American Council on Capital Formation), que realizaria um eficiente trabalho na defesa de uma redução da carga fiscal incidente sobre as corporações - sob o mote do estímulo à formação de capital, condição necessária para uma reativação sustentada da economia norte-

15. Sobre a Business Roundtable ver Ferguson & Rogers (1979). Eles fazem o seguinte balanço (pré-Reagan): "Since its formation in 1972, the Business Roundtable has emerged as the leading political organization of corporate America. Composed of the chief executive officers of some 200 of America's largest (predominantly manufacturing) firms, the Roundtable has repeatedly demonstrated its ability to lobby the Congress, advise the President, change the law and initiate legislation with equal authority, ease and success. (...) In the past few years it has worked in an extraordinary range of public policy areas: destroying the Labor Law Reform Bill, undermining the consumer protection agency proposal, turning back common situs picketing initiatives, rewording one of the clean air acts, designing the first Carter tax program, promoting natural gas price deregulation, blocking attempts to audit the Federal Reserve, bottling up antitrust bills in the House and Senate, even excising all references to antitrust from Carter's 1979 State of the Union Message. (...) Massive, centralized and tightly coordinated, this legislative intervention represents a sharp break with the practice of more than a generation of formal Big Business political organizations content to operate chiefly within the executive branch." (p. 621) "The Roundtable has also urged member firms to make greater use of the press, meet informally with journalists and news commentators, and advertise their political program more extensively among their own employees, stockholders and communities. Among its other efforts to promote pro-business sentiment, the Roundtable sponsored a series of articles on the virtues of free enterprise and high worker productivity and the evils of inflation that ran first in the Reader's Digest, and was then sold to member firms at bulk rate for distribution to workers." (p. 624). Ver também Blumenthal (1988), cap. 4.

americana (uma bandeira também levantada pela Business Roundtable)¹⁶. Outras organizações mais antigas - como a Chamber of Commerce (COCUS) e a National Association of Manufacturers (NAM) - também desenvolviam uma intensa atividade, contribuindo, por exemplo, para o surgimento do ideário da *supply-side economics*. E ao lado das instituições liberais (como a Brookings), as quais não seriam boicotadas, uma extensa rede de organizações conservadoras seria financeiramente apoiada, constituindo-se no *locus* institucional onde as novas idéias germinariam ostentando o manto de pesquisa séria - desde as variadas abordagens alternativas à política econômica (como o monetarismo, o conservadorismo fiscal e a *supply-side economics*) até as linhas de ação específicas (como a desregulamentação e a depreciação acelerada para o capital). A agenda conservadora tem, assim, um sólido pé de apoio no capital monopolista.¹⁷ E mesmo que Reagan não fosse originalmente o seu porta-voz preferencial, ao se tornar irreversível sua candidatura todo o segmento politicamente ativo do capital deixa de lado provisoriamente

16. "The logic of capital formation seemed clear - prosperity depends upon productivity, which depends upon investment, which, in turn, depends upon savings. Cutting taxes for business would create the savings that would lead to a boom. (...) The capital formation school was not the supply-side school. The former wanted tax breaks only for the corporations and the wealthy, who, after all, were the ones making the big investments. The supply-siders, on the other hand, argued for tax breaks for everyone." Blumenthal (1988), p. 80/81. "The Roundtable has also extensively promoted capital formation as a national issue. It has criticized government policies that it maintains hold down the rate of savings and investment. It has strongly backed tax bills which, like President Carter's recent bill, reduced corporate taxes." Ferguson & Rogers (1979), p. 625. Eles citam declaração de Reginald Jones, CEO da General Electric e importante membro da Roundtable, no sentido de que os esforços para alcançar maiores reduções do I.R. sobre as corporações deveriam prosseguir.

17. Ver especialmente Jenkins & Eckert (1989). Após descrever a emergência de uma *conservative policy network* eles observam: "Policy intellectuals clearly play an independent role by creating ideas and making these available to policy-makers. The problem, however, is that corporate elites control the major policy organizations, providing the resources and defining the programs of these organizations and thereby the problems that policy intellectuals address and the general approaches that they eventually develop. Policy intellectuals are not 'free-floating', their own claims to the contrary." (p. 122). "Business leaders dominated the boards of all these organizations, thereby controlling the research programs and the staff who developed the policy ideas. Policy intellectuals from these organizations then served as the main link to policy makers, providing advice, drafting legislative proposals, and assuming top-level policy positions." (p. 127). A evidência que eles sistematizam - sem negar o papel dos *cowboys* capitalistas - sugere que: "In terms of the shifting political alignments, it seems that the corporate elite decided to support alternatives to traditional Keynesian policies and, rather than restructuring the existing policy centers, created a new set of more conservative policy organizations. This indirect challenge to the moderate policy intellectuals forced them in a more conservative direction without creating the conflicts and strained credibility that a direct confrontation would have provoked." (p. 141). A mudança de "sentimento" do grande capital (e das frações empresariais em geral), dominado crescentemente pela necessidade imperiosa de reduzir custos, permite interpretar o *reaganismo* como um subproduto de uma "ecumenical elite response" à "dismal political economy of the late 1970s" - cf. Cohen & Rogers (1988), p. 387/395. Ver também Peschek (1989) para um exame detalhado da inserção do principal *think tank* conservador do período, o AEI, nesse movimento.

suas diferenças, incorporando-se à coalizão conservadora e fornecendo numerosos quadros (justamente os mais conhecidos e experimentados).¹⁸

Não é necessário sustentar a tese, rejeitada com base nas indicações das pesquisas de opinião realizadas antes e após a eleição de Reagan, de uma virada conservadora no comportamento do eleitorado para reconhecer a importância do crescimento desfrutado pelos movimentos da nova direita e a difusão de um sentimento massivo pró idéias conservadoras na conformação de uma mudança de políticas associada à Administração Reagan. E esse ambiente foi naturalmente irrigado pelas condições criadas pelo acúmulo progressivo de deslocamentos sociais, frustrações e perplexidades engendrados no curso da crise econômica dos anos 70. Ele propiciou o florescimento impetuoso de um ideário e um elenco de políticas alternativas (não necessariamente um programa), convergindo na mesma direção geral seguida pelo grande capital (v.g., de insatisfação com o *status quo*), e ainda, dado o seu caráter mobilizador, reforçava as chances eleitorais de uma candidatura aí originada.¹⁹

18. Ver Blumenthal (1988), cap. 4. O candidato preferido desses setores, durante as primárias, fora o texano Connally (ex-secretário do Tesouro de Nixon e vinculado ao surgimento da Business Roundtable); sua segunda alternativa era Bush. Aparentemente a aristocracia dos grandes negócios tem uma maior propensão ao pragmatismo que à ideologia. Um importante assessor (e ideólogo) de Reagan comentou: "One of the reasons the business community went for Connally first is that they knew down deep that Reagan meant what he said on free enterprise. CEOs are for free enterprise, but they don't necessarily understand what it is." - citado à p. 78. Por outro lado, o comportamento de Reagan favorecia uma aproximação de "undécima hora": "Unlike some libertarian conservatives, particularly those with roots in the West, Reagan did not couple attacks on big government with hostility toward the power of the eastern business establishment. Early in his campaign for the presidency in 1976, John Sears, his campaign manager at that time, kept trying to persuade him to include big business along with big government and big labor as political targets. Although Reagan took a few pokes at big business, há never seemed comfortable with antibusiness rhetoric." - Reichley (1981), p. 234.

19. Wolfe (1981-b) chama a atenção para o fato de que as próprias tendências demográficas, mudando a densidade eleitoral das diferentes regiões, convergiam para beneficiar o conservadorismo: "The rise to political power of the American right is tied to a massive demographic shift toward the Western states, where an ideology of rampant individualism is as ubiquitous as the sun. (In 1980, for the first time in American history, the population centre of the United States was located west of the Mississippi River). Unapologetic individualism made its way into the 1980 Republican platform in a number of ways: opposition to enforced speed limits for automobiles; repeated assertions of laissez-faire ideology; and support for private and parochial schools, for example. Frontier imagery and cowboy style characterize the American right. Social cooperation and theories of social welfare are treated as un-American imports from alien cultures." (p. 26). E como observam Heclo & Penner: "(...) Reagan was the first modern president to arise from what might be loosely termed a popular political movement. (...) Reagan's candidacy represented the culmination of almost fifteen years of grass-roots political agitation and organization across the nation. Following the Republican defeat of 1964, a multifaceted populism of the Right gradually evolved at the local level of American politics. It was a stream of political persuasions with many currents - of unabashed patriotism in a time of self-doubt about American power; of social conservatism alarmed at permissive 'lifestyles'; of resentment against high taxes and high-handed

A agudização da crise e o rápido crescimento dos índices de rejeição que acompanharam Carter durante a fase final de seu mandato produziram um cenário que, por um momento, pareceu realizar o sonho acalentado por alguns ideólogos desde 1968 da emergência de um enraizado sentimento majoritário no eleitorado de apoio a governos conservadores. O alcance da vitória de Reagan em 1980 pode não ter tido a dimensão histórica anteriormente desfrutada pelo *New Deal*, mas sem dúvida tratou-se de uma mudança na relação de forças amplamente favorável à implementação de políticas conservadoras.

Com efeito - beneficiando-se das acentuadas divisões internas no Partido Democrata e das tendências de desmobilização política que incidiam com mais força justamente sobre a tradicional base de apoio eleitoral dos Democratas - Reagan obteve uma ampla vitória, conseguindo inclusive um expressivo apoio no voto dos trabalhadores sindicalizados (ele abocanhou cerca de 44% dos votos desse segmento do eleitorado)²⁰. Além disso, tão ou mais importante, os Republicanos colheram em 1980 um dos mais brilhantes resultados eleitorais de sua história - alcançando maioria no Senado (pela primeira vez desde 1948) e aumentando substancialmente (com um acréscimo de 33 cadeiras) sua bancada na House of Representatives, o que reduziu a margem pró-Democratas para 56-44 por cento. O Partido Republicano consolidou um notável avanço na região Sul, um bastião tradicional do Partido Democrata; adicionalmente, a bancada Democrata com base nos estados do Sul era fortemente conservadora, propiciando a

bureaucrats. As the 1970s unfolded, it was a set of inclinations mobilized and sharpened by new direct-mail techniques and heavy investments in conservative media outlets and think tanks. Ronald Reagan certainly was not its sole leader, but he was one of the principal attendants and cultivators of this movement of opinion." - in Greenstein (1983), p. 24/25.

20. "To a significant degree, the political success of the right and the increasing failure of political participation are one and the same thing. The fewer the people who participate in any direct way in the political system - and, in the United States, the percentage drops with each election - the greater the ability of a coherently organized group like the new right to have its way." - Wolfe (1981-b), p. 24. O número de eleitores que compareceram às urnas em 1980 limitou-se a 52% do total inscrito, o nível mais baixo desde 1948. Esse comportamento teria influência no resultado: Edsall (1988) mostra como o Partido Democrata passou a depender crescentemente dos votos do estrato inferior de renda da população ao mesmo tempo que os índices de abstenção observados nessa camada do eleitorado aumentavam mais que proporcionalmente. Para um exame do apoio obtido por Reagan junto à classe trabalhadora, ver Brenner & Brenner (1981). Sobre as divisões no Partido Democrata, associadas à tensão crescente entre os conservadores do Sul e os liberais do Norte, ver Beck (1988).

Reagan (pelo menos em 1981) a necessária margem de manobra para adquirir um controle *de facto* do Congresso.²¹

Assim, para a compreensão do movimento da política econômica, pouco importa se a eleição de Reagan refletiu ou não um “realinhamento fundamental” do eleitorado: o fato concreto é que Reagan iniciou sua Administração bafejado por condições políticas extremamente favoráveis para implementar sua agenda de propostas para o enfrentamento da crise. No jogo institucional que se seguiu à sua posse os congressistas Democratas renunciariam à tentativa de usar a maioria de que dispunham na Câmara para limitar o raio de ação da Administração Reagan. Um sentimento de que era politicamente menos arriscado (com vistas na eleição seguinte, em 1982) “dar uma chance” ao presidente para colocar em prática suas propostas tendeu a predominar. E no seu próprio terreno, diferentemente de Carter, Reagan logrou com grande competência unificar o Partido Republicano em torno de sua candidatura e de seu governo, desfrutando de um apoio maciço nas votações de suas principais propostas durante a fase inicial de seu mandato.²²

21. Para análises do realinhamento partidário observado em 1980 (e durante o período Reagan) ver Beck (1988) e Jones (1988). Edsall (1988) observa que os recursos financeiros à disposição dos Republicanos na eleição de 1980 foi quase o dobro do obtido pelos Democratas - o que teria sido um fator decisivo especialmente no caso da disputa para o Senado. Sobre o realinhamento partidário a nível regional Schneider (1988) observa: “What was once the most solidly Democratic region of the country is now predominantly Republican in presidential elections. Since 1964, the South has given majority support to the Democratic ticket only once, in 1976, and even then Jimmy Carter failed to carry white southerners. The South and the West - the Sunbelt - are the base for what has become a normal Republican presidential majority.” - p. 65. Davis (1981) destaca a força das tendências conservadoras: “Like the GOP the Democratic Party has also undergone profound transformations in its internal power structure: as the influence of the trade-union movement declines and big-city machines disappear, an increasing number of Democratic congressmen have become dependent upon corporate PACs and sensitive to the pressures of New Right single-issue campaigns. Most suburban Republicans and Democrats have become virtually indistinguishable, and, as the recent votes over the budget cuts have illustrated, the support of conservative Democrats provides the regime with a functional majority in the House as well as in the Senate.” - p. 46.

22. “(...) Reagan ran with his party in 1980, not alongside it. Eisenhower was judged to be above party politics, and publicly he sought to preserve that image. In 1972 Nixon ran more for himself than for his party. Reagan worked at unifying the party at the nominating convention and after. He integrated his campaign effort with that of the national party organization, and he never shied away from appearing with or aiding other candidates.” - Jones (1988), p. 33. É reveladora do ambiente pós-eleitoral a avaliação feita pelo Democrata Thomas O'Neill, Jr., *Speaker of the House of Representatives*: “(...) Despite my strong opposition to the President's program, I decided to give it a chance to be voted on by the nation's elected representatives. (...) I was afraid that the voters would repudiate the Democrats if we didn't give the President a chance to pass his program. After all, the nation was still in an economic crisis and people wanted immediate action (...) I was less concerned about losing the legislative battle in the spring and summer of 1981 than I was with losing at

Nesse sentido, as dificuldades que muito cedo afloraram originaram-se internamente à heterogênea coalizão articulada em torno de Reagan. Agrupando correntes divergentes sob sua bandeira, ele pode dispor de uma base de apoio suficientemente forte para conduzi-lo à presidência - o resultado, porém, mostrou-se muito mais uma tosca colagem de interesses variados, dando um caráter fragmentado à coalizão vencedora e tornando-a suscetível a conflitos internos uma vez iniciada a fase de definições concretas de ação. Especialmente em matéria de política econômica as propostas distavam muito de serem consensuais no campo conservador - fato que, aliado ao oportunismo descarado de Reagan (ocultando demagogicamente os custos de sua futura política econômica), marcaria desde seu início a execução da *reaganomics*.²³

A divergência fundamental envolveria os novos quadros conservadores *supply siders* e a velha guarda defensora convicta da austeridade fiscal - os quais se digladiariam sem trégua na ânsia de ganhar o papel principal na definição concreta do programa econômico da Administração Reagan.²⁴ De momento, é oportuno mencionar - dada a centralidade do Fed na

the polls in the fall of 1982." - citado à p. 34. Sobre o tema do realinhamento do eleitorado ver Edsall (1988). Como ele lembra: "Without a realignment, there can be no durable institutionalization of conservative goals, which only the creation of a new majority in the electorate can bring about." (p. 5). Edsall mostra que, embora por um momento uma maioria conservadora pareceu emergir em substituição à coalizão do New Deal, a recessão de 1981/82 rapidamente se encarregou de desfazer o sonho.

23. Ver Krieger (1986), cap. 6, para uma análise aprofundada da ausência de coerência interna como característica do bloco conservador. Ele observa: "It would be wrong to look in Reagan's rhetoric or programs for a magic unity formula. As campaigner, Reagan did not have to reconcile the disparate rightist currents which supported Republican politics, nor theory and practice." (p. 150). "Thus the success of Reaganism is measured not in terms of ideological or programmatic coherence but *arithmetically*. For Reaganism does not create a true domestic coalition, an anti-KWS (Keynesian Welfare State) coterie of interests, with each participating group willing to trade particular advantages for admission to a collectivity which asserts some set of unifying principles. Flag and empire provide the factors of cohesion, but in domestic terms Reaganism, like Thatcher's appeal, pieces together a plurality through the addition of disparate self-interests." (p. 151). Um reflexo imediato disso foi a inconsistência do programa econômico com que Reagan iniciou sua Administração. Outro foi a pressão, bem sucedida, realizada por importantes congressistas Republicanos em 1982 visando uma correção de rumo no sentido de uma política fiscal mais convencional (i. e., de austeridade).
24. No final, ironicamente, todos pareceram em maior ou menor grau insatisfeitos com sua criatura - a *reaganomics* - e desapontados com o Príncipe a quem dedicaram seus conselhos, daí resultando uma safra preciosa de relatos de *insiders* sobre a política econômica do período. Destacam-se os balanços da experiência apresentados pelos radicais (e antipodas) Stockman (1987) e Roberts (1984). Stockman foi o pioneiro nesse tipo de iniciativa ao dar em 1981 um polêmico depoimento, do qual resultou o importante livro de Greider (1982). Niskanen (1988) faz um tratamento compreensivo da política econômica durante os dois mandatos de Reagan, aproximando-se mais do conservadorismo bem comportado do *Establishment*.

orientação da política macroeconômica, em especial naquela conjuntura - que, não obstante o reconhecido monetarismo exibido por Reagan, Volcker não pode ser identificado tranquilamente com as posições que seriam assumidas pela nova Administração. Não resta dúvida que Volcker era um firme apóstolo da política de austeridade, como fica claro por sua insistente pregação de que a política monetária tinha um papel importante, mas de forma alguma único, no combate à inflação - v.g., ela tinha de ser complementada por uma política fiscal voltada efetivamente para o equilíbrio orçamentário. Nesse sentido, ele não podia enxergar com bons olhos um receituário que contemplasse uma redução contundente dos impostos, a peça central da doutrina ofertista que vinha consolidando um sólido apoio no Congresso (conforme evidenciado pela adesão à doutrina manifestada pelo *Joint Economic Committee* em seus relatórios anuais de 1979 e 1980).

Quadro experimentado que era, tendo participado inclusive da elaboração do *tax cut* promovido pela Administração Kennedy, a posição reticente de Volcker não era propriamente de fundo doutrinário (ele evitava qualquer crítica à *rationale* da nova doutrina) e sim de ordem pragmática - apercebendo-se, aliás corretamente, de que um *mix tax cut*/orçamento equilibrado não passava de um *wishful thinking* (na melhor das hipóteses). Seu temor residia basicamente na avaliação de que uma redução de impostos tenderia a perpetuar ou mesmo elevar o déficit orçamentário - dado que a tarefa politicamente difícil é cortar despesas, apesar da retórica e das intenções do Executivo - o que, naquela particular conjuntura, engendraria um clima nos mercados financeiros difícil de ser revertido pela ação da Autoridade Monetária (i.e., um ciclo perverso puxado pelo acirramento das expectativas de alta inflação futura: elevação imediata das taxas de juros de longo prazo, maior aperto monetário, alta generalizada das taxas de juros, recessão e desemprego, pressão intensificada sobre o Fed para afrouxar a política monetária, etc.).

Durante um momento, em 1980, Volcker manifestou-se de forma explícita contrariamente a qualquer medida nesse sentido - advogando abertamente em favor da necessidade de, primeiro, conter o crescimento continuado da despesa até lograr equilibrar o orçamento. Quanto à pretendida redução de impostos, embora uma meta desejável, ela deveria ser

postergada para um vago “momento apropriado” no futuro (Volcker não o diz, mas provavelmente para depois de alcançada a estabilidade monetária)²⁵.

E logo após as eleições, quando ainda imperava uma atmosfera de expectativa com relação à ação concreta de Reagan como governante (e não mais como candidato, a quem quase tudo é permitido), Volcker continuaria a veicular um discurso que, em contraste com o otimismo exuberante do presidente eleito, parecia um sinal de alerta (mesmo que exigindo uma cuidadosa

25. Ver o depoimento de Volcker perante o Joint Economic Committee em 20 de março de 1980 - in JEC (1980-b), p. 102/103. Alguns trechos do debate com os congressistas são extremamente interessantes:

“Repr. Rousselot. (...) I was interested in your comment that a policy of tax reduction is appropriate, but not now. (...) You are aware that supply-side economics was very much the basis of this committee's report (...) In that same report, to match the recommendation for controlling Federal expenditures was an extensive recommendation for cutting taxes as being very appropriate - now at this time. (...) Why do you want to wait? Why is it not an appropriate time to take the tremendous cost and load of this Government off the backs of the taxpayers of this country and to encourage investment and savings to get this country going the right way again?

Mr. Volcker. (...) I am also enthusiastic about the concept, in general - until you say 'now'. (...) I am enthusiastic for the measures suggested in that program at the appropriate time. (...)

Repr. Rousselot. When to you think that will be?

Mr. Volcker. That will be as soon as you can deal with the spending side of the budget in a credible kind of way and put the spending side of the budget in a position so that, consistent with those kinds of tax cuts.

Repr. Rousselot. (...) I think there is an awful lot more support for both restraints in expenditure and tax cuts than you judge.

Mr. Volcker. I hope there is a lot of support for the expenditure cuts. All I would say (...) is God bless that effort; let's see it materialize.

(...)

Mr. Volcker. I am an enthusiastic supporter of the kind of tax program that, in general terms, was outlined by this committee - when the budgetary situation, the economic situation, permits it. I would like to see that day come as soon as possible. But I urge upon you that it is not now. It would undercut what we are trying to do in getting this inflationary situation, inflationary trend, turned around at the moment. And that is where our priority must be and must stay until we can see the 'whites of its eyes'. (...) But let's not destroy that potential. I think it would destroy the potential if, at the moment, all it does is lead to further bursts of inflation and inflationary psychology. (...)

Repr. Rousselot. The tax cuts in 1963 and 1964 were non-inflationary. The war was the thing that gave us inflation.

Mr. Volcker. The tax cuts in 1963 and 1964 took place at a time when there wasn't any inflation.” (op cit, p. 107/108).

Adiante, respondendo ao Senador McClure, Volcker diria: “I don't want to retreat at all from the idea of a balanced budget, but I want to put the emphasis as follows: 'Let's achieve that and get into a condition to achieve it by reducing expenditures.' And as that expenditure trend is changed - and I just have to repeat again, as we turn around this inflationary situation - then we have laid the groundwork to go ahead with the very constructive types of measures that this committee has recommended. I think you would give an entirely false signal and a damaging signal to the American public by expressing thoughts that in the midst of this situation we can have a big tax cut; that bothers me right now.” (p. 110).

decodificação)²⁶. Sua exortação não surtiu qualquer efeito, Volcker prudentemente tratou de manter-se numa posição de discrição, mas não tardaria muito até que o presidente, o Congresso e o país tomassem conhecimento, pela via dolorosa da recessão (sob certos aspectos a mais forte do pós-guerra), do que o *chairman* do Fed pretendia dizer quando criticava, ainda em sua fase de concepção, o inusual *policy mix* que seria implementado em 1981-82.

2. O programa econômico da primeira Administração Reagan (1981-1984)

Reagan entra oficialmente na disputa pela candidatura presidencial do Partido Republicano em 13 de novembro de 1979. Durante todo o ano as pesquisas de opinião indicavam que ele era o nome preferido entre os Republicanos. Sua vitória nas eleições primárias realizadas durante o primeiro semestre do ano é confirmada pela Convenção Nacional Republicana, reunida em Detroit de 14 a 17 de julho de 1980. Desde o início, como seria de se esperar dada sua atuação pública a partir da campanha pró-Goldwater, Reagan manejou um discurso centrado no ataque direto a um governo (federal) que crescera excessivamente tornando-se a causa básica do mal funcionamento da economia. Salvo talvez o seu invejado talento como comunicador - ou a circunstância de suscitar no público a expectativa de que, partindo dele, um tal discurso era para valer - essa peça da campanha de Reagan não o distinguiu fundamentalmente de outras candidaturas rivais. O traço distintivo da candidatura Reagan residiu na sua pronta identificação com a proposta de uma redução contundente dos impostos.

A idéia, convém lembrar, não foi formulada originalmente por Reagan - e tampouco é possível apontar em sua gestão como governador da Califórnia ações claramente precursoras dessa futura linha de ação no plano nacional.²⁷ Ela surgiu em meados da década de 70

26. Ver Volcker (1980-g) e Greider (1987), p. 354/360. Volcker teria declarado: "Before I join the 'taxpayers' revolt', in the name of anti-inflationary policy, I must emphasize the necessary corollary. We cannot proceed without concern about the size of the deficit. Prudent tax reduction, in the end, depends on expenditure restraint." - citado in Greider (1987), p. 358.

27. Ninguém jamais alimentou dúvidas sobre a posição de Reagan no espectro político-ideológico desde a sua eleição em 1966. Contudo, sua gestão, durante oito anos, revela aspectos à primeira vista inesperados. Assim: "Faced with a \$ 200 million deficit left by the preceding Democratic administration, he at first talked of

no âmbito do Congresso, fruto dos esforços de alguns jovens políticos ansiosos por dispor de alternativas inovadoras de política econômica que lhes permitissem contrapor-se ao liberalismo Keynesiano que abominavam e ao conservadorismo tradicional que julgavam inconsistente (e, pós-Watergate, sem muita perspectiva futura, como as eleições de 1976 evidenciaram). Isso abriu espaços - nas assessorias técnicas de políticos (como Jack Kemp, deputado por Nova Iorque) e de Comissões permanentes do Congresso - para que um reduzido grupo de jovens economistas, críticos das políticas econômicas Keynesianas, difundissem o novo ideário da *supply-side economics*. Sua idéia essencial residia na ênfase atribuída à influência da política fiscal (especialmente da taxaço) sobre os incentivos estimuladores/desestimuladores das decisões dos agentes econômicos relacionadas diretamente com a atividade de produção (portanto, sobre a oferta) - v.g., as decisões de trabalhar, poupar, investir e tomar riscos. Dessa perspectiva microeconômica deduzia-se logicamente um resultado fascinante para os espíritos conservadores: o crescimento do governo desincentiva a produção e, inversamente, a redução do governo incentiva a produção. Eis aí decifrado o enigma da estagflação: um crescimento irrefreado do governo fez definhar a iniciativa privada; e identificada a receita da prosperidade na restauração dos incentivos (o fascínio aumenta porquanto, de posse da nova doutrina, os conservadores podem desfazer-se da imagem pouco atrativa de teólogos da austeridade e revestir-se da aura de profetas da prosperidade sem fim, o sonho americano). Concretamente, embora em gestação desde 1975, a doutrina ganhou forma na proposta de lei Kemp-Roth (seus patrocinadores na Câmara e no Senado) de julho de 1977: seu objetivo era uma redução de 30% nas alíquotas (marginais) do imposto de renda pessoal, escalonadas ao longo de três anos.²⁸

making drastic cuts in state services to balance the budget. But he finally dealt with the problem by calling for a record increase in state tax rates. Later these higher rates, applied to an expanding economy, provided huge revenue increases that enabled him to finance both tax rebates and a substantial growth of state services." - Reichley (1981), p. 235. Mas em 1973 ele defendeu uma emenda à constituição do estado, derrotada em referendo popular, visando instituir limites para as despesas e alíquotas de impostos estaduais - talvez o primeiro movimento do processo que culminaria mais à frente na Proposição 13. (Interessante: Reagan endossou a Proposição 13 mas não desempenhou um papel de destaque no movimento.)

28. Para um relato detalhado da gestação da *supply-side economics*, feito por um participante ativo, ver Roberts (1984), caps. 1 e 2. Um dos aspectos notáveis da doutrina foi o seu caráter não acadêmico: "By the end of 1978, supply-side economics had won its spurs in the budget policy debates and captured the imagination of the Congress." (p. 1). "Had a relatively few people not decided to challenge the economic policy establishment, supply-side economics might not have happened, and the Republicans would not have had a message of hope with which to gain another chance at governing." (p. 2). A essência da doutrina, vista como

Reagan encampou explicitamente a proposta Kemp-Roth já por ocasião do lançamento de sua candidatura e nos primeiros meses de 1980 estabeleceu uma aliança com Jack Kemp, tornando-se então um candidato sempre associado a um programa, na área econômica, fundado na *supply-side economics*. Sua adesão, afora razões de conveniência política, refletiu menos uma opção doutrinária e muito mais a simpatia espontânea por uma idéia que simultaneamente dava ares de verdade científica à sua enraizada ojeriza do Estado hipertrofiado e permitia sustentar um inabalável otimismo em relação ao futuro imediato, dispensando os prazos de carência insuportavelmente dolorosos das transições. Este último era um traço idiossincrático do Reagan aror político: para ele o longo prazo dos economistas conservadores - a prosperidade "natural" do capitalismo - estava logo ali, ao alcance da mão, bastando retirar a trava do "excesso de governo" que vinha emperrando a iniciativa inesgotável dos indivíduos livres. Durante a campanha e ao iniciar seu mandato Reagan nunca abandonaria um discurso francamente otimista, jamais faria uma exortação ao sacrifício temporário. Tenha-se em conta que a doutrina fiscal ofertista era alvo de desconfiança (senão rejeição aberta) por parte dos economistas de primeira linha vinculados ao Partido Republicano. E George Bush (futuro vice de Reagan), enquanto disputava o primeiro posto na chapa Republicana, referiu-se a ela pejorativamente como *voodoo economics*.²⁹

uma "revolução" na política econômica, é descrita num contraste com o "keynesianismo": "Keynesian fiscal policy emphasizes average tax rates, because Keynesians believe that taxation affects the economy by changing disposable income and thereby aggregate demand. Supply-side economics stresses marginal tax rates, because supply-siders believe that taxation affects the economy by changing the incentives to work, save, invest, and take risks. This different perspective is the essence of the supply-side revolution in economic policy." (p. 5/6). Roberts traça a história da proposta Kemp-Roth (p. 30/33) e destaca a conveniência política de centrar a redução de impostos no imposto de renda pessoal, evitando assim a pecha de medida "business-oriented", favorecedora de "special interests". Stockman (1987) capta muito bem a visão otimista da doutrina: "Decía que vivíamos en una era, no de límites sino de posibilidades ilimitadas. Que los recursos del capitalismo eran inacabables. Que si se daba incentivo suficiente a la gente, la prosperidad era inevitable." (p. 48). "La exaltación del crecimiento, propia de la economía de la oferta, era la negación frontal de los himnos neomalthusianos de la escasez. La idea capitalista de la creación de la riqueza se oponía diametralmente a la idea de redistribución, característica del Estado-providencia. Las exigencias de eficacia del mercado se oponían a toda especie de intervención política." (p. 74)

29. Em seu discurso na Convenção Nacional Republicana, de 17 de julho de 1980, Reagan contrasta explicitamente a sua postura (otimista) com a de Carter (sombria): "They expect you to tell your children that the American people no longer have the will to cope with their problems; that the future will be one of sacrifice and few opportunities (...). I utterly reject that view. (...) The Republican program for solving economic problems is based on growth and productivity." - cf. CQ (1981), p. 99/100. O seu otimismo é fundamentado na *rationale supply-side*: "The American people are carrying the heaviest peacetime tax burden in our nation's history (...).

Com a vitória nas eleições primárias o arco abrangido pela candidatura Reagan se amplia. Priorizando a conquista da presidência, as reticências despertadas pela presença influente dos *supply-siders* (e também pela aproximação forçada com as lideranças da nova direita) são deixadas de lado: dessa forma, o programa econômico é esboçado a partir de uma variada contribuição de quadros Republicanos cuja preferência não recaía imediatamente sobre Reagan. Porém muito mais que uma síntese ele resultou, outrossim, de uma operação de adição, uma colagem imperfeita que cedo iria desaguar em conflitos internos durante a sua execução. Dois aspectos se destacam: a amplitude conferida à redução de impostos e a defesa de um orçamento equilibrado.³⁰

Até então, a crescente sedução conservadora diante da sugestão de um corte dos impostos resultara em opções geralmente defendidas como alternativas por grupos atuando quase como rivais. Assim, ao lado da Kemp-Roth vicejava, com patrocínio de *lobbies* poderosos, uma outra proposta de redução de impostos visando estimular a formação de capital através do mecanismo da depreciação acelerada (sintetizada na fórmula 10-5-3, referência aos prazos pretendidos para a depreciação de diferentes componentes do capital fixo das empresas). A

We are taxing ourselves into economic exhaustion and stagnation, crushing our ability and incentive to save, invest and produce. (...) We must halt this fiscal self-destruction and restore sanity to our economic system." (p. 101). Sobre a aproximação de Reagan com os *supply-siders* ver Stein (1984), p. 254/261 e Stockman (1987), cap. 2. Stein observa com perspicácia que, ao endossar a proposta Kemp-Roth, Reagan logrou desembaraçar-se da imagem negativa de discípulo de Goldwater que o fragilizava eleitoralmente (até então o credo político-econômico de Reagan era bem sintetizado pela expressão, de apelo eleitoral duvidoso, *No Free Lunch*).

30. "When the Illinois primary of March 18 confirmed that Ronald Reagan would be the Republican candidate, the nature of the economic discussion changed (...). He could no longer address himself entirely to the priorities and prejudices of Republicans (...). Mr. Reagan then gathered around him a group of economic advisers including George Schultz, Milton Friedman, Arthur Burns, Alan Greenspan, Charis Walker, Walter Wriston, Paul McCracken, Arthur Laffer and Jack Kemp. Only the last two were thoroughgoing supply-siders. Several had publicly dissociated themselves from the idea that an across-the-board tax cut would increase the revenue. Many had at one time or another expressed reservations about the Kemp-Roth tax bill, some wanting to spread it out over a longer period, others preferring a more investment-oriented tax cut, and some approving the bill only as part of a package which would include a commitment to expenditure reduction. But by this time the Kemp-Roth tax bill was not negotiable as far as the candidate and many of his closest aides were concerned. The bill was, in fact, incorporated in the Republican platform." Stein (1984), p. 258. O próprio Stein integrou discretamente a assessoria econômica de Reagan - cf. Reichley (1981) e Jenkins & Eckert (1989). Jenkins & Eckert mostram detalhadamente como a extensa rede de institutos conservadores engajados na produção de políticas alternativas incorporou-se à assessoria de Reagan, criando dissensões internas, as quais puderam ser acomodadas apenas por algum tempo.

unidade do Partido Republicano em torno de Reagan traduziu-se num programa contemplando ambas as propostas, sem qualquer concessão mútua.³¹

Os conservadores tradicionais - defensores da austeridade fiscal - introduzem no programa a preocupação explícita com o orçamento equilibrado. Isso era tanto mais necessário uma vez que, em meados de 1980, a evolução da conjuntura havia deteriorado brutalmente a execução corrente e as projeções para 1981 do orçamento federal (desmentindo de forma impressionante as metas e compromissos de Carter, anunciadas no pacote de 14 de março). Da perspectiva tradicionalista reduções de impostos *ceteris paribus* implicavam risco de déficit. O argumento invocado pelos *supply-siders* mais influentes (Kemp e seus principais conselheiros, o economista Arthur Laffer e o publicista Jude Wanniski), de que o crescimento econômico resultante, ampliando a base de incidência da menor taxaço, permitiria sustentar o nível da receita, não inspirava confiança (para dizer o mínimo). Nesse quadro as fricções entre os assessores se aprofundavam: se a Kemp-Roth era inegociável alguns defendiam um incentivo à formação de capital menos oneroso para o Tesouro que a 10-5-3. E enquanto o jogo de influências se processava subterraneamente, ainda durante a campanha eleitoral, era importante mostrar para o público externo (e sobretudo para os mercados) que havia método na loucura conservadora. Vale dizer, a redução de impostos que se renunciava contundente e a forte elevação real das despesas com a defesa (outro compromisso inegociável), não conflitavam com uma sadia perspectiva de orçamento equilibrado em algum momento durante a futura Administração. Dessa forma, refletindo a atuação da velha guarda conservadora, um documento lançado em setembro procuraria, pela primeira vez, avaliar concretamente os impactos das principais propostas que vinham sendo sustentadas por Reagan (a Plataforma Republicana, de

31. O principal articulador da "10-5-3" era o influente Charles Walker, que também passou a integrar a assessoria de Reagan. No Congresso ela era defendida pelo grupo de Republicanos liderados por Barber Conable no Ways and Means Committee. Stockman (1987), cap. 2, faz um breve relato. Ele observa: "Era una amalgama espantosa de grupos de presión industriales y asociaciones comerciales que lo representaba todo, desde los fabricantes de automóviles hasta los agentes de la propiedad inmobiliaria, la siderurgia y la metalurgia del cinc. Todos estos intereses creados habían cerrado filas detrás de una propuesta de liberalización drástica de las depreciaciones contables (...). Así pues, los republicanos habían presentado dos proyectos de reducción de impuestos: el recorte por grupos de interés (...) y el recorte de los economistas de la oferta. Lo uno era politiquería washingtoniana; lo otro podía liberar la economía privada y la iniciativa empresarial." (p. 67). Paralelamente propostas alternativas, com menor custo para o Tesouro, eram desenvolvidas - por exemplo, a do senador Lloyd Bentsen (Democrata, do Texas - *chairman* do Joint Economic Committee). Ver Silk (1980), cap. IV.

julho, era um documento generalista, sem qualquer projeção do comportamento esperado da economia). É notável como nesse esboço preliminar do seu programa econômico, a implementação das duas propostas centrais de Reagan - a dupla redução de impostos e a elevação dos gastos com a defesa - projetava um déficit orçamentário no ano fiscal de 1982, porém um orçamento equilibrado ou mesmo superavitário já em 1983 (dependendo da magnitude dos cortes que se decidisse promover nas despesas não relacionadas à defesa). Tal exercício de projeção - destinado a mostrar a seriedade do candidato, porquanto lastreado em propostas tecnicamente viáveis - implicava dois supostos quanto ao comportamento da economia: um crescimento econômico continuado (lento em 1981 e acelerado a partir de 1982) e uma redução lenta da inflação (a qual exibiria em 1985 uma taxa superior a 7% a. a.). Assim se projetava um comportamento muito favorável da receita, permitindo conciliar a implementação das propostas de Reagan com um perfil satisfatório das contas orçamentárias.³²

O enfoque dispensado à despesa pública se constituiu em outro traço característico da campanha de Reagan, estando na raiz do principal conflito interno observado durante a fase inicial de sua Administração. A acerba peroração anti-Governo (federal) dos conservadores, inclusive do próprio Reagan, sempre se distinguiu por enfatizar o crescimento desmedido da despesa (através da proliferação de um emaranhado crescente de programas e suas burocracias) como uma tendência a ser revertida - a bem do florescimento da iniciativa privada, intrinsecamente mais eficiente. Nesse sentido, desde o New Deal, com o surgimento do *big government* e o

32. Esse documento - "Ronald Reagan's Strategy for Economic Growth and Stability in the 1980s", utilizado por Reagan em um discurso perante o International Business Council, em Chicago, 9 de setembro - foi elaborado por Alan Greenspan (ex-*chairman* do CEA de Ford e futuro *chairman* do FED a partir de 1987), partindo dos dados do Senate Budget Committee. Ver Silk (1980), cap. IV, para uma excelente descrição e análise. Ele observa: "The central logic underlying the Reagan fiscal strategy is the assumption that the tax revenues of the Federal government will, as a result of inflation and real economic growth, increase enormously over the next five years, while expenditures are held well below the growth of revenues. Hence, it is argued, huge tax cuts can still be made consistent with movement toward a balanced budget - and even sizable budget surpluses by 1985." (p. 61) Segundo Stockman (1987) isso se traduziu em "una estimación superficial y no muy afinada" de tal maneira a equilibrar o orçamento "sin ningún recorte draconiano del gasto público". E para não deixar nenhuma dúvida: "Lo malo era que aquellos números no valían nada." (p. 80) Durante os meses seguintes Stockman (aliado a Kemp) se dedicaria a elaborar "el programa exacto que estaba haciendo falta", cuja essência ele descreve com as seguintes palavras: "Era preciso que saltase a la mesa la verdadera e intimidante magnitud de la reducción presupuestaria que íbamos a necesitar. La gente tenía derecho a saber que estábamos dispuestos a cortar cabezas." (id *ibid*). Trata-se do documento "Avoiding a GOP Economic Dunkirk", de dezembro - reproduzido in Greider (1982).

predomínio do liberalismo Keynesiano, a retórica conservadora se caracterizou pela defesa prioritária de cortes da despesa - aos quais se seguiriam eventualmente, com a diminuição do tamanho do orçamento, cortes dos impostos. Não sem razão o novo ideário *supply-side* era desdenhado pelo *Establishment* conservador. Reagan, em 1980, continuou a desferir ataques sistemáticos contra o crescimento excessivo do governo e manifestou seu compromisso de “trazer nosso governo de volta sob controle” (discurso de 17 de julho, na Convenção Republicana). Ele não se cansaria de repetir sua crença de que, no bojo daquela expansão sem controle, “o Governo Federal usurpou poderes de autonomia e autoridade que pertencem aos níveis estadual e local”, “sobrepondo-se às liberdades individuais do povo”- seu compromisso, alcançada a presidência, seria o de lançar uma cruzada para “tirar o Governo das costas do povo”, pois o “Republicanismo” de que ele estava imbuído representaria precisamente isso: “uma promessa de menos governo e menos impostos e mais liberdade para o povo” (debate Carter -Reagan de 28 de outubro).

Nada disso, porém, em nenhum momento foi assimilado a um fatiamento indiscriminado dos programas de despesa (civis). Ao contrário, afastando-se da imagem que consolidara ao longo de sua trajetória política, Reagan empenhou-se em demonstrar a percepção de que, em sua avaliação da expansão do governo, sabia distinguir entre o “essencial” e o “meramente desejável”. O essencial consistiria na manutenção de um *safety net* para os “realmente necessitados”; e incluiria, igualmente, a preservação integral do sistema de *Social Security*. Apenas o que excedesse esses limites manifestaria um crescimento excessivo do governo, o qual Reagan não se dispunha a tolerar - “... é hora de nosso governo passar por uma dieta”, conforme afirmou em seu discurso na Convenção Republicana. Contudo, a “dieta” receitada por Reagan resumia-se ao propósito de eliminar as gorduras do “desperdício, do abuso e da fraude”- que ele julgava estarem fartamente presentes no uso dos recursos públicos.³³

33. O seguinte trecho do debate presidencial é definitivo: “Q.: Specifically, where would you cut Government spending if you were to increase defense spending and also cut taxes, so that, presumably, Federal revenues would shrink? Reagan: Well, most people, when they think about cutting Government spending, they think in terms of eliminating necessary programs or wiping out something, some service that Government is supposed to perform. I believe that there is enough extravagance and fat in government (...) We’ve had the General Accounting Office estimate that there is probably tens of billions of dollars that is lost in fraud alone, and they have added that waste adds even more to that.”- CQ (1981), p. 105 (todos os textos de Reagan encontram-se nessa fonte). Mesmo na presidência, ao mesmo tempo em que propunha um corte expressivo na despesa para o

A somatória desse enfoque para a despesa governamental, o compromisso com a defesa da Kemp-Roth e a crença numa "liberação" quase imediata das forças naturais do crescimento em resposta a uma política econômica correta (ou, como diria um economista, a negação de qualquer *trade-off* inflação-desemprego, mesmo no curto prazo) distinguem o discurso político-econômico do *reaganismo* da tradicional política de austeridade do conservadorismo. Além disso, como notou Stein, ex-*chairman* do CEA de Nixon, a rejeição das políticas de austeridade não implicou de forma alguma a rejeição de alguns "totens" conservadores - particularmente o culto ao orçamento equilibrado. O exercício de Greenspan atendia a essa exigência. Reagan sustentou explicitamente esse ponto de vista, ainda que sem grande alarde. Mas aí residia o núcleo das divergências que afloraram uma vez iniciada a Administração. Vencida a eleição, o culto ao "totem" impunha passar por um banho de realismo - para reconhecer a necessidade de abrandar os compromissos de campanha ou, alternativamente, abandonar a ilusão de que apenas a eliminação de desperdícios, sem atingir nenhum grupo de interesses, bastaria para fechar as contas do orçamento. As eleições de 1980, entretanto, podem ter tido um variado significado, mas com certeza não conferiram um mandato para a execução de um corte indiscriminado de despesas relacionadas a um sem número de programas consolidados de longa data. Não foi esse o produto vendido ao eleitorado desejoso de mudança.³⁴

ano fiscal 1982. Reagan continuaria a superestimar a incidência do desperdício. Ver a Mensagem ao Congresso de 18 de fevereiro de 1981.

34. Ver Stein (1984), cap. 7. Sua caracterização do programa de Reagan como uma *economics of joy* é reveladora da percepção do *Establishment* conservador. Niskanen, um membro do CEA de Reagan, reconhece francamente: "Two major risks to the Reagan program, however, were recognized from the beginning. First, a large reduction in domestic spending would be necessary to reduce the growth of the total federal spending and to balance the budget, given the proposed increase in defense spending and the proposed reduction of tax rates. Moreover, an even larger proportional reduction in spending for the hundreds of discretionary domestic programs would be necessary, as the major income-security programs were to be maintained. Although this condition was recognized by budget experts, candidate Reagan did not mention it during the 1980 campaign, and there was no mandate or apparent consensus for such large reductions in domestic programs. Unless President Reagan could make an effective case for such reductions, the proposed defense buildup and tax rate reductions could be financed only by an increase in government borrowing." Niskanen (1988), p. 23. E Martin Anderson, da Hoover Institution e importante assessor de Reagan para assuntos domésticos, observaria: "The only two issues for which he (Reagan) had anything resembling a clear mandate were (1) increasing our national defense capability and (2) restoring the economic health of the country. During the last three years I have spent a lot of time talking to pollsters and reading national polls and have never gotten the slightest hint that the voters of America gave Reagan a mandate to cut spending on social welfare programs from the 1980 level. Moreover, Reagan never believed he had a mandate to reduce that spending, and he was right." Anderson (1984), p. 16.

Dada a amplitude da coalizão que sustentou a candidatura de Reagan, não somente a articulação (com um sentido de coerência) de interesses beneficiários da *reaganomics* se mostraria uma difícil tarefa como, não menos importante, entre os *policy makers* tinham livre curso diferentes interpretações do conteúdo concreto a ser imprimido à “revolução” na política econômica que todos julgavam ser a missão histórica da presidência Reagan. Os *supply-siders* não eram propriamente refratários à redução do governo via cortes de despesas. Sua prioridade, porém, era o corte de impostos - sobre o qual não aceitavam temporizar; ademais, temiam (com razão) que a abertura de trincheiras na área do gasto público poderia dificultar a aprovação de sua proposta principal³⁵. Um estranho aliado de primeira hora, o jovem deputado David Stockman, entrincheirado numa posição de grande influência na nova Administração, era, em suas próprias palavras, um radical anti-Estado, ferrenho adversário de toda forma de “almoço grátis” que o *big government* desenvolvera desenfreadamente (especialmente desde a Grande Sociedade de Johnson). Para ele, a “revolução” só podia consistir num esquiteamento dos programas de despesa.³⁶ Outros, formados na corrente principal do *Establishment* conservador, realisticamente

35. Stein (1984) mostra que o corte de despesa podia ser perfeitamente justificado na perspectiva da *supply-side economics*: “Giving benefits to people who didn’t work was a kind of tax on working. Cutting the benefit would not only reduce expenditures; it would also raise the national income as a consequence of the former beneficiaries’ going to work, and that would raise the government revenue.” (p. 253). Ademais: “The second version of the Kemp-Roth bill, introduced in 1979, called for limiting spending as a percentage of gross national product, beginning at 21 percent in 1980 and falling to 18 percent by 1983. This addition was made at the suggestion of Senador Robert Dole of Kansas, who in early 1981 became chairman of the Senate Finance Committee.” Reichley (1981), p. 243. Stockman (1987) relata a posição de Wanniski nos seguintes termos: “Si la Administración despilfarra su capital político en recortes presupuestarios y en imponer a la sociedad una dosis fuerte de sacrificios y penalidades (...), se perderá la batalla por la reducción de tasas, la del dólar oro y la de la prosperidad por estímulo de la oferta. Al final no tendremos más que la austeridad republicana de toda la vida.” (p. 85). E Roberts, em um artigo no Wall Street Journal pouco antes de assumir um cargo no Tesouro, alertava: “Delaying the tax cuts ‘because the deficit is too large’ is a way of sending a signal that the administration doesn’t have confidence in its own policy.” - citado in Reichley (1981), p. 245. Sobre as posições e o papel de Laffer, Wannisky (e Bartley, editor do Wall Street Journal) na gestação da doutrina ofertista, ver Greider (1982), p. 93/110. Sobre as divergências entre os formuladores da doutrina ver Roberts (1984), p. 27/30.

36. “La invitación a apretarse el cinturón siempre es mal recibida en política. Sólo que yo no me sentía a gusto con la actitud de ‘el gasto público no es la cuestión más importante’ que estaba asumiendo Wanniski. (...) Mi Magna Doctrina implicaba el desmantelamiento de grandes extensiones de presupuesto de la Segunda República, recortando todos los gastos que se reflejaban en iniciativas estatistas.” Stockman (1987), p. 62. E relatando sua posição em dezembro de 1980, quando disputava uma posição de influência na nova Administração: “El auténtico programa reaganiano de economía de la oferta se concretaría en un sólido y omnicompreensivo plan en contra de toda clase de comidas gratuitas, fundado en una reducción sin precedentes de las competencias federales, de los subsidios y de los programas de crédito barato.” (p. 82). Stockman não era crítico apenas dos programas de despesa na área social; também aqueles destinados a atender interesses

defendiam uma revolução sem radicalismos: cultivadores do totem, reconheciam os imperativos da política: “incentivistas”, como os *supply-siders*, não perdiam de vista porém a distinção entre o curto prazo e a longo prazo na consideração das potencialidades da política econômica. Talvez uma expressão notável dessa perspectiva tenha se condensado nas “lições da era Reagan” enunciadas por Murray Weidenbaum, *chairman* do CEA em 1981/82, especialmente as duas seguintes: 1) que a frugalidade não é uma motivação suficiente para a política pública; 2) que a retórica *supply-side* precisa ser separada da economia *supply-side* - a primeira referindo-se ao “pleito extravagante de que os cortes de impostos liberariam rapidamente a força latente de uma economia dinâmica”, dessa forma permitindo à cidadania por de lado qualquer preocupação com os déficits orçamentários.³⁷ E ainda havia o contingente monetarista (Friedman era um conselheiro estimado de Reagan, o qual havia assimilado uma percepção monetarista da natureza da inflação e da necessidade de conter as oscilações erráticas da quantidade de moeda). Assim, um outro intérprete da revolução, o Secretário do Tesouro Donald Regan (recrutado em Wall Street), após perscrutar cuidadosamente os discursos do candidato concluiu que o monetarismo e a doutrina ofertista eram as principais influências sobre o seu ideário, razão pela qual nomeou para os principais postos do Tesouro economistas ligados a essas correntes.³⁸

Reagan assume a presidência em 20 de janeiro de 1981. Em seu discurso de posse não se notam quaisquer mudanças significativas em relação à mensagem que vinha propagando há

empresariais, e até mesmo os gastos com a defesa, eram alvo de sua ira - ele aplicava a noção de “interesses especiais” numa acepção extremamente ampla. Ver a respeito a excelente análise de Blumenthal (1988), cap. 8. Silk (1984) observa que as críticas de Stockman ao Pentágono eram feitas numa linguagem mais veemente que a utilizada por qualquer dos críticos de Reagan.

37. Weidenbaum (1988), p. 18/19. Ele ilustra a afirmação citando a posição defendida por um alto funcionário do Tesouro no início de 1981: “In fact, at least one of the ‘high priests’ contended that deficits would be declining so rapidly that it would be feasible to expand government spending simultaneously with the reductions in tax rates. The main budgetary problem would quickly become how to dispose of an embarrassingly large surplus. That was nonsense from the start. However, many noneconomists were attracted by the optimism and easy answers.” (p. 19). (E não deixa de ser revelador: em contraste com os relatos de decepção e derrota, temperados com doses variáveis de veneno, feitos pelos radicais, a avaliação de Weidenbaum (e Niskanen) é caracterizada pelo “equilíbrio”).

38. Trata-se do monetarista Beryl Sprinkel e dos *supply-siders* Norman Ture e Paul Craig Roberts. Ver Regan (1988), cap. 8. Segundo Regan: “A certain tension, but no essential conflict, exists between the more passionate advocates of Friedman’s monetarism and those who embrace supply-side economics.” (p. 177). Greider (1987), cap. 11, também chama a atenção para o monetarismo de Reagan. Ver também a análise da ideologia econômica da Administração Reagan em Tobin (1987), p. 69/74.

um ano. Ele chama a atenção para o estado lamentável da economia, com ênfase na persistência da inflação e na acumulação irresponsável de déficits orçamentários. (Ironicamente, Reagan insistia que “viver além dos próprios meios”, tanto para um indivíduo quanto para uma nação, somente era possível por um período limitado: esquecê-lo significaria hipotecar o futuro, o “futuro de nossos filhos”.) São reafirmados o ideário ofertista, a retórica anti-governo - sintetizada numa frase lapidar: “Nesta presente crise, o governo não é a solução para nosso problema; o governo é o problema.” - e o objetivo de reduzir o crescimento do governo. E manipulando habilmente sonhos de grandeza Reagan sinalizava um futuro radiante: seu governo marcaria “um novo começo”, o início de uma “era de renovação nacional”, um redespertar do gigante industrial.³⁹ Em suma, não a presidência da austeridade, do sacrifício presente em favor do futuro, mas sim da prosperidade engendrada pela ação livre de bloqueios da iniciativa privada. O detalhamento concreto da política econômica já estava sendo elaborado, em meio a surdas fricções internas, e seria anunciado um mês depois.

3. A execução da política econômica

Entre a eleição e a posse de Reagan a evolução da conjuntura econômica explicitou um quadro cuja observação recomendava cautela na implementação dos compromissos formulados durante a campanha. Os resultados de todo um período de aplicação do monetarismo de Volcker e da austeridade de Carter se condensavam nos seguintes indicadores: inflação de dois dígitos, taxas de juros de novo em níveis alarmantes (a *prime rate*, por exemplo, ultrapassava os 21% a. a.), recuperação em andamento porém cercada de grande incerteza (tanto o investimento residencial como a produção de automóveis permaneciam deprimidos), taxa de desemprego de 7,4% e uma dramática deterioração das projeções relativas à execução orçamentária no ano fiscal 1981 (quando de sua formulação inicial, em janeiro de 1980, previa-se um déficit de 15,8 bilhões de dólares; o pacote de março projetava um superávit, mas já em julho uma revisão orçamentária

39. Ver CQ (1981), p. 114/115. Greider (1987), p. 352, faz um interessante contraste entre as retóricas de Reagan e de Carter.

indicava um déficit de 29.8 bilhões, revisto novamente em janeiro de 1981 para impressionantes 55.2 bilhões).⁴⁰

Ainda durante a fase de transição a assessoria de Reagan definiu a estratégia de lançar rapidamente as medidas de impacto duradouro, capazes de dar livre curso à pretendida “revolução” na política econômica. O cálculo político sugeria a conveniência da adoção de um ritmo de urgência – seja para beneficiar-se do capital político de início de governo, seja pelo temor de alguns de que o cenário econômico pudesse deteriorar-se dificultando o encaminhamento das medidas. Esta última posição foi sustentada com eloquência por David Stockman um mês antes da posse de Reagan, em um documento interno que alertava para os riscos de um “naufrágio fiscal”: a perspectiva de déficits orçamentários crescentes, traduzidos pelos mercados em expectativas inflacionárias, encurtaria o raio de manobra do Fed tornando inevitável a recessão e desarticulando a coalizão pró-redução de impostos (no lugar da prosperidade anunciada por Reagan, o espectro sombrio da “Thatcherização”).⁴¹

40. O ano fiscal começa em 1 de outubro e termina em 30 de setembro, sendo designado pelo ano de encerramento. Evidentemente, quando assumiu Reagan se defrontou com um orçamento já em execução há mais de um trimestre. Diversos fatores explicam as revisões da estimativa original do orçamento: em 1981 as fontes de mudanças concentraram-se majoritariamente nos itens de despesa, destacando-se os incrementos experimentados pelos gastos com a defesa e os pagamentos de juros (representando, em conjunto, 58.8% do acréscimo total da despesa), seguidos a distância dos efeitos do desemprego e da inflação (a soma desses quatro itens explica 86.4% do acréscimo total). Para uma análise detalhada ver Pechman & Bosworth (1981). Stockman (1987), p. 95/99, relatando a percepção interna do problema, apresenta números um pouco diferentes: “En septiembre, el presupuesto de 1981 arrojaba ya un déficit de 20.000 millones. En noviembre lo corrigieron a 38.000 millones. Y en el mes de enero (...) había subido a la impresionante cifra de 58.000 millones.” (p. 97). Sobre o desempenho da economia e as perspectivas da futura Administração ver “President Reagan’s Economic Program”, in *Fortune* December 1, 1980, p. 9/10. O desempenho da economia não deixou de surpreender: o PNB registrou um crescimento de 3.8% no quarto trimestre de 1980 e inesperados 8.4% no primeiro trimestre de 1981 (após uma primeira estimativa do Departamento de Comércio indicando 5%, ainda assim, superior às expectativas). Contudo, predominava a projeção de um próximo debilitamento da economia (por exemplo, o DRI estimava um crescimento de apenas 0.7% no segundo trimestre). Ver Estados Unidos, Perspectiva Latinoamericana, CIDE, México, vol. 6, 1981, diversos números.

41. Cf. o texto “Avoiding a GOP Economic Dunkirk”, dezembro/1980, reproduzido in Greider (1982), p. 137/159. Ver os comentários de Greider (1982), p. 87/92. Stockman (1987), p. 78/83, relata as circunstâncias que levaram à redação do documento: a seguinte afirmação é reveladora da sua posição entre os formuladores da *reaganomics*: “Aunque parezca una exageración, la verdad es que yo era el único que había realizado un mínimo de estudio serio y detenido de las cuentas fiscales que implicaba la revolución de la política económica que nos disponíamos a lanzar.” (p. 81). Stein (1984), um conservador tradicional, faz uma observação interessante: “One purpose of starting the new program quickly and decisively was to avoid Thatcherization. By 1983, after Mrs. Thatcher was reelected as British Prime Minister by a wide margin, Thatcherization did not look like such a bad fate.” (p. 396). É interessante notar que Stockman procurou sustentar sua análise e proposta na macroeconomia das expectativas racionais: assim, o rápido anúncio de uma política econômica de

A presidência Reagan, convém observar, se distinguiu por um notável distanciamento do primeiro mandatário em relação às tarefas concretas da administração da política econômica. O estilo Reagan, revelado já em sua experiência como governador, consistia em delegar amplamente atribuições, cercando-se de alguns quadros de sua inteira confiança como intermediários e coordenadores das ações dos membros do Gabinete. O Secretário do Tesouro Donald Regan conta, admirado, que durante quatro anos nunca se reuniu a sós com o presidente para discutir a política econômica, nunca recebeu instruções diretas acerca dos objetivos esperados de sua atuação, tendo de buscá-las num estudo atento dos discursos de Reagan. Isso se traduziu num espaço livre para a competição intensa entre seus principais subordinados na definição das linhas de ação a serem seguidas (i.e., na exegese da *reaganomics*) e, em face de divergências, na busca de um consenso sem a necessidade da intervenção de Reagan como o árbitro da questão. O presidente, aliás, retinha a aura de "grande comunicador" (que começara a desenvolver desde os tempos de funcionário da General Electric).⁴²

Desde o período de transição e durante todo o ano de 1981, David Stockman, nomeado Diretor do Office of Management and Budget (OMB), órgão responsável pela elaboração do orçamento, desempenhou um papel proeminente. O Secretário do Tesouro, à época, era comumente descrito como uma figura sem muita influência. O fato relevante, porém,

longo prazo clara e coerente e a demonstração de firmeza política para implementá-la, granjeando credibilidade lograriam reverter as expectativas dos agentes econômicos (apesar dos déficits correntes), afastando o perigo de um "economic Dunkirk". No jogo político dos bastidores, o documento representou o passaporte de Stockman para uma posição influente na nova Administração, conforme relatado por Greider (1982), Silk (1983), Barret (1983) e Blumenthal (1988).

42. Ver Regan (1988), cap. 8 - intitulado sugestivamente "The Guesswork Presidency". Ele descreve a situação como "... an environment in which there seemed to be no center, no structure, no agreed policy." (p. 161). E observa: "I had come to Washington in the expectation of being part of a team that would seize these problems, analyze them, and solve them. (...) I had envisaged a meeting in the Oval Office in which the President laid out the problem, listened to ideas, assigned responsibilities, and told us all to get cracking. Instead, in the transition period, Ed Meese had asked me to serve as cochairman of a committee in which others were doing all the talking - and, in my opinion, talking about the wrong subjects." (p. 170). Stockman (1987) faz um relato coincidente - por exemplo, sobre os trabalhos durante a transição ele afirma: "Tuvimos algunas reuniones no formales con el presidente electo, durante las cuales él se limitó a escuchar, asentir y sonreír. (...) No impartía órdenes, ni instrucciones, ni solicitaba información, ni expresaba ninguna urgencia. (...) Daba la impresión de que, puesto que todos sabíamos lo que teníamos que hacer, era cuestión de dejarnos desarrollar nuestro trabajo." (p. 86). Os principais integrantes do *staff* de Reagan eram Edwin Meese e Mike Deaver, antigos aliados e servidores da Califórnia, e James Baker, principal articulador da campanha de Bush. Ver Greenstein (1983), cap. 1.

reside em que o Tesouro, na pessoa de seu Secretário e especialmente de seus principais funcionários, abrigava monetaristas e *supply-siders*, duas influências importantes no programa de Reagan - e, assim, fazia a sua própria exegese da *reaganomics* (aliás, em termos muito mais de acordo com o ideário desvelado por Reagan durante a campanha). Stockman tinha uma inserção reconhecida nesse campo (sua "formação econômica", adquirida durante seu primeiro mandato na House of Representatives, se nutria das contribuições da doutrina ofertista, do monetarismo e dos adeptos do padrão-ouro) - mas, ao chegar ao poder, revelou uma forte afinidade com o conservadorismo tradicional, expresso numa preocupação obsessiva com o orçamento equilibrado. Ele se julgava um "incentivista" como os *supply-siders* mas, antes de tudo, estava imbuído de uma ideologia radicalmente intransigente na defesa dos "mercados livres" - aparentemente, a seu ver, toda forma de gasto governamental era uma excrescência, um desperdício, e essencialmente geradora de uma atrofia na capacidade do sistema capitalista de explicitar plenamente o seu potencial de produção de riqueza. Mas, seja por convicção ideológica seja por pragmatismo realista (o reconhecimento de que os compromissos de Reagan projetavam déficits futuros incontrolláveis), ele destacou-se pela defesa de amplos e profundos cortes da despesa como uma peça essencial de uma política econômica coerente (mantidos os cortes de impostos e a ampliação dos gastos com a defesa). Seus adversários julgavam que essa posição representava um desvio dos princípios corretos da *reaganomics*, ao colocar a redução da despesa como a peça central do programa e, ao enfatizar a necessidade de um orçamento equilibrado, abrir espaço para a "contra-revolução" (i.e., a opção pela austeridade do *Establishment* conservador).⁴³

43. Essa caracterização (permeada de um explícito desprezo pelo conservadorismo tradicional do Partido Republicano) é feita por Roberts (1984), p. 90. A seguinte observação é indicativa da tensão reinante: "When Stockman's appointment was announced, our minds were put at ease. With Stockman at OMB, myself as assistant secretary of the Treasury for economic policy, and Norman Ture as Treasury undersecretary, supply-siders believed that the President's program was safe. It did not occur to any of us that Stockman was not really committed to the program." (p. 91/92). Para o Secretário do Tesouro (que retrata abertamente toda a dimensão de seu choque com Stockman e seus esforços para conseguir um espaço maior): "Stockman was possessed of one simple idea. He believed that the federal budget should run the economy and thereby shape social policy. This was a philosophical position designed to be executed by bureaucratic means. His plan of action was correspondingly simple: by controlling the flow of money into the Cabinet departments (he) would starve certain programs (for instance, welfare) and feed others that were more productive in economic terms. If spending were cut in the right places, inflation and interest rates would fall, employment would rise, and prosperity would follow. It seemed to me that this was a profoundly negative approach to reform and that we would have a problem on our hands if these ideas became the basis of national economic policy." Regan (1988), p. 172. E mesmo Niskanen, um membro do CEA, que é mais indulgente com Stockman, destaca esse

O Council of Economic Advisers (CEA), por sua vez, ficou sob o comando de Murray Weidenbaum, um economista conhecido por seus estudos sobre os males do excesso de regulamentação governamental e com uma perspectiva próxima do *Establishment* conservador. Parece não haver dúvida que sua influência na formulação da política econômica foi reduzida: indicado para o cargo um tanto tardiamente, defrontou-se com um grupo de *policy makers* visceralmente dividido, não logrando desempenhar um papel conciliador; descontente, afastou-se do governo já em meados de 1982. (E, notável, o próprio Reagan parecia não atribuir muita importância ao conselho de economistas: o segundo *chairman* do CEA, Martin Feldstein, um acadêmico de prestígio, também permaneceu pouco tempo no cargo - e a Administração teria, então, cogitado em extinguir o CEA). Embora mais pragmático e menos ideológico, nos embates internos Weidenbaum tendeu a aliar-se a Stockman contra o Tesouro - e eventualmente contra outros membros do Gabinete que resistiam à proposta de corte na despesa (ou, no caso do Departamento da Defesa, por inflar exageradamente o orçamento).⁴⁴

Quanto ao Tesouro, a sua posição era cristalina: os incentivos *supply-side* (aliado a uma política monetária estável) eram a peça central do programa e sinalizavam a restauração da prosperidade capitalista. A defesa intransigente de cortes na despesa, além de politicamente irrealista, era economicamente desnecessária (o objetivo deveria ser simplesmente um crescimento inferior ao da receita). Enquanto o orçamento equilibrado deveria ser visto como um resultado a ser alcançado (através do crescimento da arrecadação, com menores taxas de impostos), jamais podendo erigir-se em um constrangimento à política econômica (i.e., a uma política de cunho

ponto: "Stockman brought to his position a stronger commitment to reducing the size and scope of the federal government than any other senior official in the administration, describing himself as an anti-statist conservative or libertarian." Niskanen (1988), p. 292. Sobre a influência de Stockman (e a percepção da imprensa) ver a matéria "Reagan's economic powerhouse", in *Business Week*: February 16, 1981, p. 51/52.

44. Um perfil insuspeito de Weidenbaum é traçado por Niskanen (1988): "A specialist in regulation, industry, and trade issues, he had a macroeconomic perspective that, like that of most of his generation, was vaguely Keynesian. In a new administration staffed by monetarists and supply-side economists, however, he seemed out of place. As an early supporter of John Connally (as was Stockman!), Weidenbaum never developed a personal relationship with the president or effective alliances with other key economic officials. He had a traditional Republican's concern about the deficit but, as the 1982 *Economic Report* suggests, was not very clear about its economic effects. (...) An increasing concern about the rapid growth of the defense budget and the deficit and exclusion from the 'Gang of 17' budget discussions led him to resign, with little notice, in August 1982. Unfortunately, from my perspective, he had little influence on economic policy." (p. 294). As dificuldades de Weidenbaum na Administração Reagan são descritas também por Silk (1983) e Barrett (1983). O CEA também contava em suas filas com um adepto do monetarismo (Jerry Jordan).

supply-side, em oposição à política de austeridade). Diferentemente da perspectiva de sérios riscos e ameaças para a política econômica no curto prazo, traçada por Stockman logo após as eleições, a visão do Tesouro era confiante: um crescimento econômico a taxas expressivas (com estabilidade dos preços) era uma possibilidade real - e praticamente imediata.⁴⁵

O cronograma estabelecido para por em marcha a *reaganomics* contemplava dois momentos importantes: a comunicação ao Congresso, em 18 de fevereiro, da política econômica de longo prazo, desenhada com coerência e a ser implementada com firmeza, destinada a influenciar as expectativas dos mercados suscitando um sopro de otimismo e confiança empresarial na retomada da prosperidade; e a revisão do orçamento (deixado pela Administração Carter) para o ano fiscal 1982, a ser apresentada em março (para negociação durante os meses subsequentes). Concretamente, quais programas e em que profundidade cortar no lado da despesa, de quanto aumentar os gastos com a defesa, em que proporção e com que velocidade reduzir os impostos (versão integral ou modificada da Kemp-Roth, versão 10-5-3 ou alguma alternativa abrandada da depreciação acelerada), sempre preservando um horizonte confiável de orçamento equilibrado - essas as questões que estiveram por trás da execução da política fiscal em 1981. Evidentemente a definição de uma projeção macroeconômica (a expectativa de crescimento do produto e de redução da inflação para os próximos anos) era um dado crucial para a formulação

45. "Surely (...) we wanted to discuss the economy first, adopt a policy to avert recession and institute growth, and then decide what the budget would be on the basis of economic factors. (...) I suggested that we ought not to be talking about spending in isolation from management of the process. Nor should we be speaking in visionary terms about deep cuts in spending. As a practical matter, though waste should and could be reduced, federal spending would continue to increase. The key to the situation was to hold the increase within bounds, controlling it in such a way that it grew at a slower rate than revenues. The increase in revenues should be financed not by new and higher taxes, but by *lower* tax rates that would produce more money for the government by stimulating higher earnings by corporations and workers in an atmosphere of ready capital." Regan (1988), p. 172/173. "During the campaign Reagan said he would balance the budget. (...) Reagan meant that a balanced budget would be a result of a program of economic growth designed to restore economic prosperity and self-reliance. He did not mean that a balanced budget was his principal aim or a constraint that would dictate his economic policy. He certainly did not mean that he would balance the budget on the backs of taxpayers or by permitting a further decline in the country's defense capability." Roberts (1984), p. 90. Roberts descreve a posição dos *supply-siders*, na discussão com Stockman, nos seguintes termos: "The budget deficit was treated as a residual of the economy's performance. It would gradually be eliminated by a policy of economic growth. None of the supply-siders within the administration were Lafferites promising that the tax-rate reductions would pay for themselves in higher revenues. All we promised was that some of the revenues would be recaptured from the larger tax base resulting from economic growth. We assumed there would be a deficit but that it would be easier to finance because of a higher saving rate. We were trying to estimate the combination of revenue reflows, increases in private-sector saving, and reduction in the growth of federal spending that would eliminate the deficit as an *economic* problem." (p. 95/96).

mesma do orçamento e seu perfil ao longo do tempo, pois tanto a receita quanto a despesa são afetadas pelo desempenho da economia - conforme o cenário esperado o horizonte de orçamento equilibrado poderia se tornar factível ou desaparecer por completo.

Desfrutando de um espaço privilegiado na nova Administração, o Diretor do OMB engalfinhou-se num aguerrido corpo a corpo com os integrantes do Gabinete na tentativa de obter os cortes de programas que julgava (corretamente, aliás) imprescindíveis para permitir sinalizar uma perspectiva futura de orçamento equilibrado. Nessa tarefa contou em maior ou menor medida com o apoio do *chairman* do CEA, Weidenbaum (e do conselheiro de Reagan para assuntos domésticos, Martin Anderson). E com a oposição do Tesouro e seus *supply-siders* - que disputavam a primazia no comando da política econômica, com um enfoque distinto - e, naturalmente, da junção de forças dos Secretários, a burocracia dos Departamentos e aquela diretamente envolvida com a administração dos programas na mira do OMB e os "interesses especiais" que seriam atingidos. Posteriormente, o corpo a corpo envolveria o Legislativo, ampliando a coligação de forças resistentes.⁴⁶

46. Stockman (1987), caps. 3, 4 e 5, narra em minúcias todo o processo. Na sua narrativa ele encarna a figura (quase) solitária do ideólogo da "revolução Reagan" - esta é assimilada à redução do tamanho do Estado, livre mercado mais incentivos *supply-side*, apontando para a restauração da prosperidade capitalista: distinguindo-se, pois, do conservadorismo tradicional (igual a política de austeridade, "hooverismo"). Seus maiores adversários, que por fim triunfaram, são os "políticos"; até os mais ferrenhos conservadores exibiram um apego indestrutível à defesa de programas beneficiando sua base eleitoral (ou os "interesses especiais" que representam). Regan (1988), cap. 8, coincide no essencial naquela descrição do processo (mas, evidentemente, fazendo um juízo distinto). O Secretário do Tesouro - que, em suas próprias palavras, "I was a passenger on someone else's boat, though I had the title of captain," - se queixa do "egoísmo" de Stockman: "He was promoting much of his own policy and following his own agenda, which was not necessarily that of the President. It was Ronald Reagan, not David Stockman or anyone else, whom the voters had elected," (p. 174). O arrogante Diretor do OMB não sentia embaraço em reconhecê-lo: "Por aquel entonces ya estaba claro que Ed Meese defendía al presidente para que no se viese obligado a tomar partido entre los miembros de su Gabinete. Procuraba que Reagan no hubiera de asumir una elección desagradable ante las facciones en liza, (...) Si la política doméstica de Reagan funcionaba por delegación y por consenso entre subordinados, yo le aplicaría mi propia versión de lo mismo." Stockman (1987), p. 119. Weidenbaum (1988) retrata a situação, que ele acompanhou de perto, nos seguintes termos: "Thus, the battle of the budget at the critical junction in 1981 quickly turned into a two-front war. On the conventional front, budget cutters encountered, as would be expected, the vehement opposition of each of the interest groups whose program might be reduced. The unanticipated, second front consisted of those who saw no need for the effort at expenditure restraint, because they had fallen for the oversimplified version of the supply-side line. It led them to support even larger and longer-term reductions in taxes, notably indexing of the personal tax system. The result was the unprecedented array of triple-digit budget deficits that became the Achilles' heel of Reaganomics." (p. 19/20). E para um breve perfil de Martin Anderson, um economista do Hoover Institute, que também abandonou o governo já em 1982, ver Niskanen (1988), p. 303/304.

Todo esse esforço foi sempre balizado pela percepção de que os compromissos básicos de Reagan tornavam muito difícil fechar a equação orçamentária. Já na primeira reunião, realizada no início de janeiro, as projeções (elaboradas por Alan Greenspan, que não integraria a Administração) indicavam que um orçamento equilibrado em 1984 implicaria a aceitação de vultosos cortes anuais na despesa. Stockman imaginava viabilizá-los procedendo por etapas, como que atacando primeiro linhas de menor resistência. Assim, inicialmente um conjunto de reduções de despesa seria sugerido, sem tocar em capítulos delicados politicamente e com enorme peso no orçamento (como a Social Security, o Medicare e o programa de pensões para veteranos de guerra). Mesmo essas propostas de escopo mais limitado já representavam um sacrifício muito superior em comparação com o suposto pela retórica da simples eliminação de desperdícios (a "fraude" e o "abuso").⁴⁷

Nesse interim a discórdia entre os *policy-makers* sintetizou-se na explicitação de diferentes perspectivas quanto ao cenário prospectivo a ser utilizado. O Tesouro, pela ala *supply-side*, sustentava que o programa de Reagan deveria exibir um crescimento econômico vigoroso. Subjacente a essa posição existiam elementos de convicção teórica - fundados na rejeição radical de partes importantes do arcabouço tradicional do *mainstream* (como a curva de Phillips e o seu corolário de uma *core inflation*) - e igualmente uma opção tática, v.g., a aposta de que um cenário otimista tornava mais fácil obter do Congresso o *tax cut* desejado. Os monetaristas, por suposto, demandavam antes de tudo uma clara e firme desaceleração do ritmo de crescimento dos agregados monetários, de forma que a projeção de crescimento do PNB nominal deveria incorporar essa diretriz de política monetária. O Diretor do OMB, alarmado com a perspectiva de déficit (e fascinado pela oportunidade de, diante dessa ameaça, forçar os cortes da despesa), afirma que há bastante tempo tomara consciência do grau em que a receita(e, portanto, o déficit),

47. Durante a campanha a previsão de orçamento equilibrado apontava para 1983. Agora, para obtê-lo apenas em 1984, seriam necessários cortes de 75 bilhões de dólares ao ano, com base em projeções do CBO (as quais, temia Stockman, subestimavam a magnitude do problema). Diante disso, conclui o Diretor do OMB: "El mensaje era que se necesitaban unos recortes mucho más extensos e importantes que los que habíamos anunciado a la opinión. La evitación de fraudes, despilfarros y abusos no era más que una mínima parte de la solución. La cirugía también afectaba a los derechos adquiridos y a las subvenciones." Stockman (1987), p. 97. "La revolución reaganiana de la política económica no iba a ser una mera 'limitación del ritmo de crecimiento del gasto federal', según andaba definiéndola todavía Meese. Exigiría reducciones drásticas en docenas de programas. Implicaba una disminución sustancial del Estado-providencia, cuyos beneficios la gente había acabado considerándose 'con derecho' a recibir." (p. 100).

é afetada favoravelmente pela alta inflação - em outras palavras, uma redução rápida da inflação, mesmo com a economia crescendo, tornaria difícil fechar a equação fiscal (daí a sua ênfase na importância dos cortes na despesa, à parte a ideologia radical que professava). O *chairman* do CEA (tal como Greenspan, fora do governo) representava a sobriedade conservadora: crescimento expressivo, mas sem exagero; desinflação, porém gradual. Para o *supply-sider* Paul Craig Roberts, ancorado no Tesouro, Weidenbaum e Greenspan eram prisioneiros do passado: seu apego a conceitos antigos (a curva de Phillips) constituía uma ameaça ao programa de Reagan (entendido como uma “revolução” na política econômica). No fim, o consenso extraído teve todo o aspecto de uma construção artificial: assim como já se observara no exercício de Greenspan para o candidato Reagan, o cenário projetado no início da sua presidência ignorava completamente a possibilidade de uma recessão: e, ironicamente, também uma redução drástica da inflação era descartada. Assim, projetou-se um crescimento real do PNB da ordem de 4,0% a.a. para o quarto trimestre de 1981 (na verdade, ocorreu uma contração de 5,3% a.a.) e de 5,2% para 1982 (na verdade, houve uma retração). Para os anos subsequentes, até 1986, a taxa de crescimento oscilava entre 5,0 e 4,2% a.a. - enquanto a taxa de inflação, medida pelo CPI, era estimada em torno de 8% a.a. em 1982, desacelerando lentamente para 5,5% em 1984. Com essa projeção, no dizer de Stockman, uma imensa soma de “receitas fantasmas” terminava encobrendo a real dimensão do déficit estrutural implícito no programa econômico de Reagan. O cenário estabelecido como base do orçamento de 1982 se tornaria conhecido, interna e externamente, como o *rosy scenario*.⁴⁸

48. Stockman (1987), p. 102/109, faz um relato franco (e venenoso) do conflito. Os números finais foram propostos por Weidenbaum, baseando-se, segundo suas próprias palavras, em seu “computador visceral”. Segundo Stockman, o Tesouro estimava um crescimento ainda mais vigoroso em 1982. Roberts (1984), cap. 4, expõe a visão do Tesouro, fundamentalmente a crença na possibilidade de crescimento com redução simultânea da inflação. “Monetary policy would first stabilize and then gradually reduce inflation, while tax cuts would provide liquidity as well as incentives and prevent the slower money growth from causing a recession. (...) The tax cuts had two purposes. One was to lower tax rates and improve incentives. The other was to prevent a reduction in money growth from causing liquidity problems in the private sector.” (p. 93). Roberts rejeita a crítica de que as projeções eram demasiadamente otimistas, contrastando-as com as projeções feitas pelas duas Administrações anteriores e lembrando que elas não supunham um atraso na entrada em vigor do *tax cut* nem um choque monetário. Ele levanta um ponto interessante: até o final de julho, enquanto o programa era negociado, ninguém previa uma recessão, predominando as previsões de alta da inflação na esteira do *tax cut* (os alertas eram feitos sucessivamente por Walter Heller, Alan Greenspan, Herbert Stein, o senador Bob Dole, o New York Times, etc). Niskanen (1988), p. 7/9, também sustenta que, no contexto daquela conjuntura, o cenário traçado não era tão irrealista. Ele chama a atenção para uma inconsistência técnica do programa.

O primeiro resultado concreto dos esforços da equipe econômica de Reagan materializou-se no Programa para Recuperação Econômica, dado a conhecer em 18 de fevereiro e contendo as linhas de ação que seriam implementadas visando recriar as condições da prosperidade. Apesar das dissensões internas, as promessas do *reaganismo* eram inteiramente reafirmadas.⁴⁹

O documento capta plenamente o ideário que vinha sendo manejado por Reagan: a defesa entusiasta do livre mercado, associado à prosperidade econômica e a crítica ao crescimento excessivo do governo. Assim, um otimismo incontido acompanha naturalmente a exaltação do capitalismo americano. Após lembrar uma “verdade simples” - “A criatividade e ambição do povo americano são as forças vitais do crescimento econômico.” - o Programa faz uma profissão de fé: “A economia dos Estados Unidos não se defronta com barreiras insuperáveis ao crescimento sustentado.” O estado lamentável em que ela se encontrava (a estagflação), cuja gravidade rivalizava com a crise dos anos 30, tinha sua explicação no crescimento excessivo do governo, promovido por políticas econômicas inadequadas - estas, perseguindo “efêmeros objetivos de curto prazo” terminavam sacrificando o crescimento a longo prazo e a estabilidade dos preços. O governo provocava inflação: diretamente, com suas políticas fiscal e monetária freqüentemente por demais expansionistas; e ainda por seu efeito perverso sobre o potencial de crescimento da

apontada à época por Sprinkel: a trajetória de crescimento do PNB conflitava com a meta de expansão moderada (e declinante) da liquidez (segundo Stockman, fixada em 6% a.a. e tendendo para 4% a.a. no futuro), implicando uma suposição de aumento da velocidade da moeda não sancionada pela evidência histórica. Niskanen descreve o problema com naturalidade: “The forecast GNP path, however, was essential to maintain a plausible basis for a balanced budget by 1984, so the higher numbers were retained without changing the monetary-policy assumption. This was neither the first nor the last time that an administration’s economic forecasts were influenced by desired budget outcomes; the consequence, of course, was the diminished credibility of both the economic and budget forecasts.” (p. 8)

49. “America’s New Beginning: A Program for Economic Recovery”, documento redigido pelo *chairman* do CEA, Murray Weidenbaum - reproduzido in Tobin & Weidenbaum (1988). A sua divulgação foi acompanhada de uma Mensagem de Reagan ao Congresso, em 18 de fevereiro de 1981, reproduzida in CQ (1981). Conforme observaram dois analistas do período, as dissensões entre seus economistas, desde que acomodadas por um “consenso passivo”, não perturbavam Reagan, que chegou à presidência “... with two unique predispositions: first, an explicit set of deeply held beliefs about the American economic order; and second, a willingness to be less than normally deferential to elite opinion, particularly that of the established economic profession.” Para Reagan “Economic policy positions were more than policy positions; they tended to become articles of faith ... The validity of these positions depended on their ability, not to convince intellectuals and experts, but to resonate with the deepest yearnings and dissatisfactions of ordinary people.” Hugh Heclo & Rudolph Penner, in Greenstein (1983), cap. 2.

economia. O governo estava na origem do declínio da produtividade que vinha assolando a economia norte-americana durante a década de 70: os fatores mais importantes consistiriam no peso das regulamentações governamentais, o desincentivo da alta carga fiscal (marginal) e a própria inflação - todos acarretando uma diminuição da taxa de investimento. O governo, sobretudo em função da redução progressiva dos incentivos devido ao sistema de impostos, afetava negativamente o crescimento a longo prazo e era a "causa chave" da estagnação corrente. Nessas circunstâncias, impunha-se uma mudança de curso; do contrário, o futuro reservaria ainda mais calamidade: v.g., "presença crescente do governo na economia, mas inflação, produtividade estagnada e maior desemprego."⁵⁰

A mudança de curso consistiria na retirada dos obstáculos ao livre funcionamento dos mercados. "É nossa crença básica que apenas pela redução do crescimento do governo nós podemos aumentar o crescimento da economia." Medidas adequadas desenvolvidas nessa linha teriam o condão de "revitalizar o crescimento econômico, renovar o otimismo e a confiança e reacender a criatividade e os instintos empreendedores da Nação." Em outras palavras, "políticas sensatas que são consistentemente aplicadas podem liberar a força do setor privado, melhorar o crescimento econômico e reduzir a inflação."

Concretamente, o Programa se desdobrava em quatro linhas de ação, conferindo-lhe um caráter "integrado e abrangente". A saber:

1. redução substancial no crescimento das despesas do governo federal;
2. redução significativa nas alíquotas (*tax rates*) do imposto de renda;

50. "Of greater significance, however, is the danger we face if the policies of the 1970s are continued. For the first time in American history financial markets reflect the belief that inflation will not retreat significantly from current high levels. The Nation's economy and financial system are on a dangerous course - one which, if not reversed, would lead to a prolonged stagnation of economic growth and employment, ever higher inflation and interest rates, and potentially a financial crisis. The solution to this growing economic threat calls for bold actions designed to reduce - dramatically and sharply - inflationary expectations. These policies must restore fiscal integrity; increase incentives for saving, investment, and production; attain monetary and financial stability; and enhance the role of the marketplace as the principal force in the allocation of resources." - op. cit. p. 298/299. Reagan diria ao Congresso, com igual dramaticidade: "We can no longer procrastinate and hope that things will get better. They will not. Unless we act forcefully, and now, the economy will get worse." E ainda: "Can we who man the ship of state deny it is somewhat out of control? Our national debt is approaching \$1 trillion." - op cit. p. 115.

3. alívio da carga de regulamentações;
4. uma política monetária, conduzida pelo Fed, consistente com as demais políticas da Administração - i.e., um crescimento previsível, regular e a taxas moderadas da oferta de moeda.⁵¹

À luz do que se sabe acerca das ácidas divergências entre os *policy makers* de Reagan, é inevitável concluir que o Programa procedeu simplesmente a uma colagem dos enfoques que concorriam pela posição de fio condutor da política econômica. À primeira vista, o tratamento dispensado à despesa seria a componente decisiva - ela é caracterizada explicitamente como "the leading edge"; mas, em seguida, o Programa se apressa em deixar claro que o corte de impostos teria um papel "igualmente importante"; e ainda, o enfoque monetarista recomendado ao Fed contaria com o devido auxílio de um Executivo voltado para a prudência fiscal, conforme indicado pelo compromisso (ou, ao menos pela projeção) de orçamento equilibrado em 1984.⁵²

Nesse sentido, a novidade em relação ao discurso de campanha residiu na discriminação de um conjunto de indicações concretas de redução da despesa orçamentária (no

51. Um dos objetivos do documento, definido pela equipe de transição, era o de dar um sinal claro para os mercados, influenciando positivamente as expectativas. Assim, o Programa afirma: "It should be clear from the most cursory examination of the economic program of this Administration that we have moved from merely talking about the economic difficulties facing the American people to taking the strong action necessary to turn the economy around." - op cit. p. 292. Reagan anunciaria confiante: "This plan will get our economy moving again, increase productivity growth, and thus create the jobs our people must have." - op cit. p. 116. A suposição de que o Programa repercutiria favoravelmente sobre as expectativas, ensejando uma retomada da prosperidade sem custo - Stockman articulou esse fundamento das expectativas racionais em seu documento de dezembro - seria veiculada com alguma frequência pelo presidente nos meses subsequentes. Ver Greider (1982), p. 89/92.

52. "The Administration will confer regularly with the Federal Reserve Board on all aspects of our economic program. The policies that are proposed in the program will help to advance the efforts of the independent Federal Reserve System. In particular, the substantial reductions of the Federal Government's deficit financing and the achievement of a balanced budget in 1984 and the years that follow should enable the Federal Reserve System to reduce dramatically the growth in the money supply." - op cit. p. 314. Para o *supply-sider* Paul Craig Roberts o Programa não colocava o orçamento equilibrado como uma meta (ou prioridade), a seu ver "uma importante vitória": "Although the report projected a balanced budget by 1984, nowhere in the report was a balanced budget listed as a goal of the Reagan Administration. A balanced budget would be a result of achieving the four goals or elements of the program." Roberts (1984), p. 105. A avaliação que Roberts faz do Programa é reveladora: ele não continha a *rationale* ou a análise econômica das novas políticas; era uma mera descrição; a explicação *supply-side* do corte dos impostos feita pelo Tesouro foi expurgada; a austeridade dominava o programa, etc. O ideólogo não reconhece limites para a sua crença: "Consensus, of course, worked against change by compromising the President's policies. On more than one occasion I had to remind the

lugar da vaga referência aos desperdícios que seriam eliminados) e na explicitação de uma trajetória projetada para a economia durante a primeira metade da década de 80 (o *rosy scenario*). As medidas tributárias já eram conhecidas: a Kemp-Roth, cuja primeira redução de alíquotas entraria em vigência em 1 de julho; e a 10-5-3, combinando depreciação acelerada e ampliação do subsídio ao investimento (o *investment tax credit*). A redução do peso representado pela crescente proliferação de regulamentações - uma tendência percebida como geradora de inflação e prejudicial ao crescimento a longo prazo -, a despeito de algumas ações imediatas (abolição, em 29 de janeiro, do programa de controles de preços e salários e antecipação da entrada em vigor da liberação de controles sobre os preços de petróleo), limitou-se à constituição de um grupo de trabalho encarregado de estudar o problema e supervisionar as propostas de novas regulamentações que estavam sempre surgindo.⁵³

Quanto à despesa - cujo crescimento descontrolado estaria na raiz da longa inflação das duas décadas anteriores - o Programa estabelece como "um objetivo central" a redução da sua taxa de crescimento. Assim, as projeções orçamentárias com que se acenava supunham as seguintes taxas de crescimento (nominal) da despesa (relativas ao ano fiscal): 6,2% (1982), 5,4% (1983), 5,25% (1984), 9,4% (1985) e 8,1% (1986). Como a previsão de comportamento da inflação nesse período contemplava uma redução apenas gradual, até 1984 programava-se uma ligeira contração em termos reais da despesa. E com o PNB sinalizando uma trajetória de crescimento sustentado, lograr-se-ia reverter a anterior tendência de aumento da participação das despesas governamentais no produto: dos 23,0% observados em 1981 (ano fiscal) projetava-se uma redução para 19,3% em 1984 (e 19,0% em 1986). Essa meta de redução do tamanho do

administration that the President himself knew what he wanted to do and was waiting for us to do it, not to arrive at agreement among ourselves about what he should do." (p. 103).

53. O exame desse tema específico escapa aos objetivos desta tese. Vale observar, de passagem, que a performance da Administração Reagan nessa área foi pouco expressiva. Na avaliação do ex-*chairman* do CEA e redator do Programa: "The most significant development on the regulatory front is along the lines of that Sherlock Holmes story in which the decisive point was the fact that the dog did not bark. During the past eight years, not a single major new regulatory law has been enacted (although several have been toughened). Nor has a new regulatory agency been established. This has been the first such extended period in the past half century when the federal rule-making dog did not bark. The state is not withering away, but some high-cost resources are being reoriented to more productive pursuits." Weidenbaum (1988), p. 9. Ver também a análise de Niskanen (1988), cap 4.

governo implicaria retornar, aproximadamente, à participação observada no início da década de 60.⁵⁴

Na verdade, a tendência de aumento da participação da despesa governamental no produto concentrou-se no período 1967 a 1976. Até então esse indicador do crescimento do governo experimentava oscilações anuais, sem apontar uma tendência: 19,2% em 1954, 18,2% em 1960, 18,2% em 1966. Impulsionado pelos gastos com a defesa esse indicador salta para 19,8% em 1967, exibindo de novo oscilações anuais até 1974 (19,0%). Na conjuntura de alta inflação e desemprego de 1975-1976 notam-se participações da ordem de 21,8% e 21,9% respectivamente, declinando durante a Administração Carter (quando atingiu 20,6% em 1979). É somente em 1980 (e 1981), com o quadro econômico bastante deteriorado e o início da escalada armamentista, que o indicador se aproxima de 23%.⁵⁵

Outra tendência, quicá mais importante da perspectiva do *reaganismo*, é a acentuada mudança observada na composição da despesa. Os programas de despesa civis (i.e., exclusive os gastos com a defesa e juros líquidos) exibem uma contínua e forte ampliação: sua participação no PNB evolui de 4,5% em 1954 para 7,3% em 1960, 10,1% em 1970, 14,6% em 1975 e 15,1% em 1980. A sua contrapartida foi a redução (relativa) dos gastos com a defesa, cuja participação no PNB declina de 9,6% em 1968 para 4,8% em 1978-1979. O Programa explicitou claramente que era seu objetivo promover uma mudança das prioridades orçamentárias. Assim, a

54. "Despite the tendency to refer to 'cutting' the budget, it is clear that an expanding population, a growing economy, and a difficult international environment all lead to the need for year-to-year rises in the level of government spending. Thus, the badly needed effort to 'cut' the budget really refers to reductions in the amount of increase in spending requested from one year to the next." Op cit. p. 300. Reagan também insiste nesse ponto em sua Mensagem ao Congresso: "It is important to note that we are only reducing the rate of increase in taxing and spending. We are not attempting to cut either spending or taxing levels below that which we presently have." - op cit. p. 116. O ERP (1982), cap. I, compara as performances da economia americana nos períodos 1974-1979 (e 1980) e 1960-1965, tentando explicar a estagflação a partir do crescimento do governo. Aí se observa um aumento da participação da despesa no PNB de 18,8% (média) para 21,7% (média) entre aqueles dois períodos (e 22,9% em 1980).

55. Esses dados são extraídos de Minarik (1988). Hartman (1982) mostra como, excluindo-se as atividades financeiras do governo - i.e., deixando de lado os empréstimos (na sua maior parte registrados *off-budget*) e os juros líquidos - a participação da despesa no PNB atinge 18,9% em 1979, próximo dos 18,5% verificados em 1970-1974; em 1980, tal como em 1975-1976, a conjuntura de inflação e desemprego aumenta substancialmente esse percentual. Hartman também sistematiza evidência empírica que coloca em questão a pretendida relação entre o crescimento da despesa governamental e o processo inflacionário (sustentada explicitamente pelo Programa).

fatia do orçamento alocada à defesa - que diminuira de 43,8% em 1962 para 24,1% em 1981 - seria vigorosamente ampliada, devendo alcançar cerca de 32,4% em 1984. Conseqüentemente, outras rubricas do orçamento ficariam sujeitas a um esforço de contenção (em alguns casos relativa, em outros absoluta). Mas o princípio externado durante a campanha de que os *truly needy* não deveriam pagar a fatura é preservado: dessa forma, não seriam atingidos um vultoso bloco de programas sociais básicos, agrupados e reconhecidos como um *safety net* (a Social Security, o Medicare, dentre outros), os quais manteriam uma tendência moderada de expansão (36,6% em 1981; 40,6% em 1984).⁵⁶ Os cortes de despesa seriam direcionados a um extenso conjunto de programas, cujo montante total equivalia a pouco menos de um terço do orçamento de 1981, caracterizados como subsídios sem demonstração de sua real necessidade, favorecimento de interesses especiais, ou ainda áreas nas quais um grau maior de eficiência seria alcançado se deixadas a cargo dos governos estaduais e locais ou da iniciativa privada. Nessa categoria se incluíam, por exemplo, o programa de combustíveis sintéticos do Departamento de Energia, os recursos destinados ao Export-Import Bank, programas de empréstimos a taxas de juros subsidiadas, a ajuda federal à educação, o Food Stamp, a merenda escolar, o Trade Adjustment Assistance (que concedia benefícios para desempregados devido à concorrência das importações), o Medicaid, as transferências a governos estaduais e locais, etc. Ao todo o OMB listou mais de 80 programas que deveriam sofrer algum tipo de ajuste, propiciando uma economia total estimada em U.S.\$ 49,1 bilhões no orçamento de 1982 (incluindo \$ 5,7 bilhões *off-budget*). A mudança de prioridades orçamentárias é evidenciada pela previsão de uma diminuição da participação desse conjunto de programas no total da despesa para 18,4% em 1984.⁵⁷

56. No dizer de Reagan: "Those who through no fault of their own must depend on the rest of us, the poverty stricken, the disabled, the elderly, all those with true need, can rest assured that the social safety net of programs they depend on are exempt from any cuts." - op cit. p. 116. Martin Anderson, o principal assessor de Reagan para políticas domésticas, esclarece: "The term *safety net* was used in the 1980 Republican Platform and then adopted by the Office of Management and Budget to describe a set of social welfare programs that would not be closely examined on the first round of budget changes because of the fierce political pressures that made it impossible to even discuss these programs without invoking a torrent of passionate, often irrational, criticism. If a social welfare program was not part of what was euphemistically called the safety net, it did not mean that the administration did not support the kind of assistance that program was providing. And if a program was labeled as part of the safety net, it did not mean that all was well with that program." Anderson (1984), p. 17.

57. O Programa destaca, como sinal da "magnitude do problema fiscal" enfrentado, que, mesmo com aquela redução de despesa ("the largest ever proposed"), o valor total da despesa no orçamento de 1982 era superior

Pautando-se por essas diretrizes de ação a Administração Reagan pretendia estar promovendo uma ruptura com as políticas seguidas no passado - ao reconhecer que o papel mais apropriado da política econômica consiste em velar pela manutenção de um ambiente estável e sem empecilhos à ação dos agentes econômicos, a condição de pleno desfrute do potencial de prosperidade e bem-estar implícito no comportamento racional dos indivíduos. Um ambiente estável, suscitado por uma política econômica consistente e previsível, permanentemente alerta para a necessidade de preservar os incentivos de mercado - essa a viga mestra do plano de recuperação - permitiria materializar uma trajetória brilhante para a economia, conciliando um crescimento sustentado com uma redução paulatina da inflação, projetada até 1986. Tal performance representaria sim um "dramático" afastamento das tendências observadas na última década, compatível porém com a proposta de um afastamento não menos dramático das políticas econômicas que produziram a estagflação. O Programa, centrado num reconhecimento explícito da importância decisiva das expectativas, chega mesmo a escalar o tom otimista buscando induzir um clima de confiança: nesse sentido, acena-se com a possibilidade de uma rápida e plena implementação do plano de recuperação desaguar numa trajetória ainda melhor que aquela suposta nas projeções do *rosy scenario*. E conclui com uma advertência: qualquer tentativa de restringir o conteúdo do plano de recuperação econômica aos seus aspectos politicamente palatáveis implicaria restaurar o velho curso da política econômica com seus resultados desastrosos, abortando o pretendido "novo começo" do capitalismo americano rumo à prosperidade.⁵⁸

em \$ 41 bilhões ao correspondente a 1981. Cabe mencionar, ainda, que o Programa projetava uma diminuição da fatia do orçamento destinado aos juros líquidos de 9.8% em 1981 para 8.6% em 1984.

58. Tobin (1989), cap. 10, faz uma detalhada crítica contemporânea do Programa enquanto política macroeconômica. Ver especialmente sua crítica à ausência de uma estratégia de desinflação: o argumento expectacional é frágil, não se baseia em uma teoria (muito menos em evidência empírica, por suposto) - até Robert Lucas não acreditaria na anunciada desinflação ... (p. 114/117). Vale mencionar também que o Programa faz uma breve menção à perspectiva de, com a melhora das expectativas e a desinflação, o dólar se fortalecer e os mercados internacionais se estabilizarem. E com o crescimento esperado da produtividade, favorecendo a competitividade, previa-se um abrandamento das pressões protecionistas domésticas e um maior cacife na busca de uma economia internacional com menores barreiras ao comércio. Ironicamente, porém, uma das primeiras medidas tomadas por Reagan, ainda em março, foi a criação de uma barreira protecionista: o primeiro *voluntary export restraint* incidindo sobre as importações de automóveis provenientes do Japão. Ver a respeito matéria da *Business Week*: April 20, 1981, p. 21/22; Stockman (1987), p. 164/168, descreve os bastidores do episódio e conclui: "Y así quedó bien clara la esencia de la política comercial de la

Uma vez comunicada a existência de uma política econômica consistente, previsível e firme, o passo seguinte foi o envio ao Congresso, em 10 de março, da proposta de revisão orçamentária para o ano fiscal 1982. A peça orçamentária, fruto de um árduo trabalho iniciado ainda em janeiro - e que refletiu um difícil embate do Diretor do OMB, aliado a alguns outros integrantes da área econômica na perseguição da redução do tamanho do governo e do equilíbrio orçamentário, contra a ala "gastadora" representada pela maioria dos Secretários de Departamento -, condensaria as novas diretrizes em matéria de política fiscal. Tratou-se de uma revisão porque o presidente Carter antes de deixar o governo surpreendentemente enviou ao Congresso, em janeiro, a sua proposta orçamentária para 1982 - contendo uma forte elevação nos gastos com a defesa (de magnitude igual à defendida por Reagan durante a disputa presidencial) e expressivas reduções em vários itens das despesas civis, além de modificações na área tributária. Vale dizer, Carter pretendeu ditar a política fiscal de 1981-1982 ao invés de simplesmente preparar um orçamento "passivo" - i.e., um *current services budget*, que se limita a estimar os valores das despesas e receitas na suposição de que as diretrizes de política permaneçam inalteradas - a ser completado por Reagan com a introdução de suas propostas de modificação da política fiscal.⁵⁹

A questão orçamentária envolveu os seguintes números. Em janeiro, a estimativa de Carter para o orçamento relativo a 1981 (iniciado em 1 de outubro de 1980) projetava um déficit de U.S.\$ 55 bilhões. A sua proposta orçamentária para 1982 sinalizava um déficit reduzido pela metade - resultado de uma estimativa de despesa da ordem de U.S.\$ 739,3 bilhões

Administración Reagan: propugnad el libre comercio, pero hallad excusa, en toda ocasión, para practicar justamente lo contrario. Al correr del tiempo iban a presentarse sobradas ocasiones." (p. 168).

59. Concretamente, o *current services budget*: "... allow for anticipated changes of a relatively uncontrollable nature (such as increases in the number of social security retirees), but they omit all proposed or pending new initiatives either by the president or by Congress. Clearly temporary programs are assumed to expire, but those that are routinely renewed are assumed to be renewed. The estimates reflect the effect of inflation on virtually all budget accounts, so as to provide a constant real program base against which the president's budget can be measured. The receipt estimates are based on current law, including any scheduled tax changes for the future, under the economic assumptions made by the administration." - Pechman & Bosworth (1981), p. 27. Nos orçamentos de 1980 e 1981 Carter incluiu um aumento real de 3% nos gastos com a defesa; durante a disputa eleitoral ele defendeu uma elevação real de 4%; no seu orçamento para 1982 ele incluiu um aumento real de 5%. Por outro lado, já em 18 de fevereiro, em conjunto com o Programa de Recuperação Econômica as linhas básicas da proposta orçamentária de Reagan foram anunciadas; entretanto, os números definitivos, incorporando correções, somente ficariam prontos em março. Ver a respeito Savage (1988), p. 244/245.

(incorporando uma significativa revisão de prioridades) e de U.S.\$ 711,8 bilhões para a receita (incluindo os efeitos de uma proposta de revisão das margens de depreciação). A revisão orçamentária apresentada por Reagan implicava um déficit substancialmente maior: cerca de U.S.\$ 45 bilhões (menor, entretanto, que o previsto para 1981). A despesa sofreria a incidência de uma revisão de prioridades mais acentuada que a do orçamento de Carter: a defesa desfrutaria de uma elevação adicional de dispêndio e os cortes atingiriam um extenso conjunto de programas, daí resultando uma estimativa de despesa de U.S.\$ 695,3 bilhões (ainda maior que o valor correspondente a 1981). E do lado da receita, as mudanças tributárias propostas implicavam uma sensível perda de receita: no conceito *current services* a previsão de receita alcançava U.S.\$ 701,6 bilhões, reduzida para U.S.\$ 650,3 bilhões no orçamento de Reagan (estimando-se uma perda de U.S.\$ 44,2 bilhões no imposto de renda individual e de U.S.\$ 9,7 bilhões em função da depreciação acelerada).⁶⁰

Como se observa a prioridade da política fiscal em 1981 concentrou-se efetivamente na implementação das duas propostas articuladas durante a campanha - a redução de impostos e a elevação do gasto com a defesa. Esta última, aliás, acabou se revestindo de uma dimensão singular. Durante a disputa presidencial alguns falcões tentaram arrancar de Reagan um compromisso mais ambicioso, mas no final prevaleceu o conselho de Greenspan (e Martin Anderson) de uma meta de crescimento real de 5% a.a. A jogada de Carter, antecipando-se a Reagan em seu orçamento de janeiro, contribuiu para um desenlace inesperado: o Secretário da Defesa, Caspar Weinberger (ironicamente, um ex-Diretor do OMB notabilizado pela sua ânsia de podar o orçamento), manobrou com sucesso para arrancar uma dotação orçamentária para a defesa substancialmente inflada - daí resultando um montante acumulado de gastos com a defesa durante a primeira metade da década de 80 beirando o dobro do que fora ventilado no período de

60. Cf. Pechman & Bosworth (1981). As reduções de despesa não atingiam os programas caracterizados como parte do "social safety net". "Except for these programs, no other part of the budget is to be immune from cutting. (...) Reagan proposes reductions of \$ 7.2 billion in direct payments to individuals; \$ 7.8 billion in farm, business, and other subsidies; \$ 11.6 billion in grants to state and local governments (other than for subsidies); \$ 0.8 billion in veteran's services; and \$ 0.5 billion in foreign aid. These proposed reductions would cut nondefense outlays that are outside the social safety net by 16 percent." (p. 33). Em valor absoluto, a maior economia de despesa seria obtida nas transferências para estados e municípios, indicador de um novo enfoque para o federalismo. Um exame em perspectiva desse aspecto da presidência Reagan é feito por Conlan (1988).

campanha.⁶¹ Em consequência, apesar de todo o esforço contencionista das despesas civis, a Administração Republicana iniciou-se admitindo tranquilamente incorrer em um vultoso déficit; ao mesmo tempo, acenava-se com a perspectiva de um futuro equilíbrio orçamentário, o qual dependeria de um aprofundamento do esforço contencionista prolongando-se por todo o mandato de Reagan.

Dessa forma, conjuntamente com a revisão orçamentária de 1982 o OMB consolidou um perfil plurianual do orçamento, discriminando propostas de cortes na despesa a serem implementados em anos subseqüentes, ambos destinados à negociação com o Congresso no decorrer de 1981. Em termos agregados o perfil plurianual do orçamento materializou-se nas seguintes estimativas:

1. a receita, embora crescendo anualmente em valor absoluto (devido à projeção de crescimento econômico e inflação), incorporaria perdas decorrentes das mudanças tributárias da ordem de U.S.\$ 100 bilhões em 1983, U.S.\$ 150 bilhões em 1984 e U.S.\$ 200 bilhões em 1985;
2. a despesa (exclusive defesa) deveria experimentar cortes totalizando U.S.\$ 74 bilhões em 1983, U.S.\$ 97,5 bilhões em 1984 e U.S.\$ 122 bilhões em 1985 - aos quais acrescentavam-se "economias adicionais a serem propostas" (um item sem qualquer especificação, prontamente apelidado de "asterisco mágico"), alcançando as cifras de U.S.\$ 29.8 bilhões em 1983, U.S.\$ 44,2 bilhões em 1984 e U.S.\$ 43,7 bilhões em 1985 (não obstante, a despesa total exibiria um crescimento moderado no período);

61. Ver o relato de Stockman (1987), p. 115/119. Na elaboração da revisão orçamentária de 1982 Weinberger obteve um aumento de 7% a.a. para a defesa, calculado sobre o orçamento já muito inflado de 1981 - daí resultando um aumento real de 10% a.a. no período 1980-1986. Niskanen (1988) apresenta um cálculo alternativo: entre os anos fiscais 1981 e 1985 o aumento real proposto por Reagan atingiu 8,6% a.a. (em comparação com os 4,4% a.a. do orçamento de Carter) - p. 10/11. O testemunho do então *chairman* do CEA é revelador: "In retrospect, we can now see that indiscriminately buying virtually every weapon in sight was a costly mistake. If that sounds like an exaggeration, consider the fact that virtually no new weapon system approved by the Carter administration was rejected by President Reagan. Rather than changing military priorities, the Reagan administration hastily added new requirements on top of the old. I still recall the justification given by former Secretary of Defense Caspar Weinberger in 1981 during the vigorous internal debates on the size of the military budget: because Jimmy Carter wound up proposing in his last budget message the same 5 percent yearly real growth in military spending that Ronald Reagan had campaigned for in 1980, the Reagan administration would have to go higher. As a result, the 5 percent ceiling of the military budget was quickly transformed into a floor." Weidenbaum (1988), p. 17'18. Para uma discussão mais ampla dessa questão ver Calleo (1984), cap. 7.

3. o resultado final assim obtido - i.e., admitindo-se a confirmação prática do *rosy scenario* (inflando a receita), a aprovação pelo Congresso dos inegavelmente expressivos cortes em variados programas de gasto não-militar e ainda a aprovação dos cortes adicionais escondidos no "asterisco mágico" - permitiria à Administração Reagan prestar reverência ao totem conservador: o déficit orçamentário seria decrescente, convergindo para um equilíbrio (ou quase) em 1984 e 1985. (Em contraste, Carter deixara a presidência anunciando uma redução mais forte do déficit em 1982-1983 e um superávit orçamentário expressivo em 1984-1985. Mas qual o valor dessa retórica de despedida tendo em conta o fiasco do orçamento de 1981?)⁶²

A vinculação do equilíbrio orçamentário à efetivação de futuros cortes da despesa não especificados - se não houvessem outras razões - tornaria o perfil orçamentário divulgado em março de 1981 suspeito aos olhos dos especialistas e na avaliação dos mercados. Não deixa de ser notável que, mesmo dispondo de um quadro explícito de potencial desequilíbrio caso aquelas economias futuras não se materializassem, o Congresso terminou aprovando uma grande redução de impostos e uma autêntica escalada nos gastos com a defesa. Por outro lado, a formulação do "asterisco mágico" escondia uma ameaça: para alguns integrantes do governo - incluindo com certeza o Diretor do OMB - depois de viabilizados os cortes de despesa programados para 1982 e restaurados os incentivos que deflagrariam uma nova era de prosperidade, seria imperativo estender o empenho contencionista aos programas centrais do *welfare state* (e que ficaram de fora da primeira rodada de cortes, incluídos no conceito de *social safety net* postulado por Reagan). Assim, durante os meses de abril e maio - enquanto a negociação da revisão orçamentária de 1982 percorria suas primeiras etapas - chegou a ser esboçada uma articulação visando o lançamento de uma proposta de reforma da previdência social. A forma confusa que caracterizou o seu

62. Esses números são reproduzidos in Niskanen (1988), p. 10. Para uma análise detalhada, desagregando as projeções segundo os principais blocos de despesa, ver Hartman (1981). Stein (1984) descreve apropriadamente a tarefa enfrentada pelos *policy makers* de Reagan como "the problem of squaring the budget circle" (p. 268). Evidentemente isso não foi conseguido, salvo artificialmente no papel - expressando na verdade a divergência de prioridades entre o *reaganismo* e o conservadorismo tradicional. Stein observa: "A way had not been found to make the big tax cut and the defense increase plausibly consistent with balancing the budget. The administration was not prepared to make an explicit choice among its inconsistent objectives. But a choice was implicit anyway. The administration would not give up anything in order to balance the budget, except for a small delay in starting the tax cut. Its main recourse for keeping alive the prospect that the budget was on its way to balance was an unrealistic economic projection." (p.271).

encaminhamento deixa dúvidas sobre o significado desse episódio; não é certo que ela tenha refletido o "consenso passivo" entre os *policy makers* de Reagan que costumava embasar as ações de governo, circunstância que terá contribuído para uma firme rejeição pelo Senado levando ao arquivamento irreversível de qualquer idéia nesse sentido. Contudo, essa tentativa - um enorme fiasco num ano marcado por sucessivas vitórias políticas - sugere claramente que um ataque mais contundente contra os programas sociais era no mínimo uma possibilidade inscrita na orientação da *reaganomics*, ainda que não desfrutasse da mesma primazia concedida às propostas de redução dos impostos e aumento do orçamento da defesa.⁶³

----- X ----- X -----

O objetivo explícito da política monetária em 1981 era o de prosseguir na linha de uma desaceleração contínua (ano a ano) do crescimento dos agregados monetários - sustentada até que os mercados se convencessem da firmeza devotada pelo Fed no enfrentamento da inflação, passando então a formar suas expectativas imbuídos dessa nova percepção. A experiência frustrada de 1980 não deveria se repetir: Volcker admitia que, num balanço final do realizado durante aquele ano, pouco (ou nada) se conseguiu em matéria de mudança de "atitudes" dos agentes econômicos, tendo se observado o mesmo "padrão insidioso de preços e custos em alta" (e acordos salariais incompatíveis com a estabilidade dos preços) cuja manifestação, prolongada e

63. Stockman reconhece a sua intenção de cortar os programas sociais que a retórica de Reagan descrevia como intocáveis. "El segundo paquete adicional de recortes implicaría dinero largo y el verdadero despegue, politicamente hablando, de la Revolución fiscal reaganiana. Se trataba de una amplia reforma de los grandes programas de derechos adquiridos que más beneficiaban a las clases medias: la Seguridad Social, Medicare, y las pensiones federales de jubilación." Stockman (1987), p. 134. O recurso ao "asterisco mágico" deixou essa questão "envolvida em mistério": "Era fácil que se comunicase la falsa impresión de que se podía poner en vigor una gran reducción de impuestos al tiempo que un gran aumento de gastos de Defensa, sin asaltar la doble ciudadela del Estado-providencia: Seguridad Social y Medicare". (p. 135) O "asterisco mágico", diz Stockman: "Era sólo un eufemismo por 'vamos a meternos con la Seguridad Social'. (...) La aritmética del presupuesto no nos concedía otra alternativa, puesto que la Seguridad Social representaba más de la tercera parte del gasto público total." (p. 171). Para um relato de todo o episódio ver Stockman (1987), cap. 6 e 7; CQ (1982-b), cap. 6; e a matéria "Can Reagan revolutionize Social Security?", in *Business Week*: May 25, 1981, p. 28. Martin Anderson foi um dos defensores da reforma: "His one major mistake, supporting the

exacerbada, levava em 1979 à decisão de mudar o curso da política monetária. O “desafio” colocado para a política econômica continuava sendo o de quebrar esse padrão de comportamento. Contudo, diferentemente de Reagan e seus *policy makers*, Volcker reconhecia francamente que uma mudança de atitudes dificilmente ocorreria de forma abrupta: ela exigia a explicitação de “compromissos de política fortes e com credibilidade”, reforçados adicionalmente por “evidência visível durante um tempo de que a inflação está mesmo recuando”. Nesse processo uma política monetária “firmemente disciplinada” desempenharia, por suposto, um papel “central”, “indispensável”; não menos importante, porém, era o reconhecimento por parte da presidência e do Congresso da necessidade de austeridade fiscal, dependente crucialmente de um efetivo controle da despesa.⁶⁴

Quanto à área sob sua responsabilidade direta, não obstante o insucesso observado em 1980, Volcker insistia na conveniência de manter o experimento monetarista. Questionado, durante depoimento perante o Joint Economic Committee, se não seria o caso de abandonar o compromisso com metas quantitativas cada vez mais apertadas - que, ao serem descumpridas (como em 1980) terminavam afetando a própria credibilidade do Fed - Volcker reafirmaria sua crença na importância de manter de forma inequívoca a orientação “firmemente disciplinada” da política monetária ainda por algum tempo, independentemente do patamar alcançado pelas taxas de juros. Somente assim seria possível, no decurso do tempo, convencer os mercados da firmeza de propósitos do Fed na defesa da estabilidade da moeda.⁶⁵

disastrous social security proposal in May 1981, damaged both his own position and Meese's policy role (...).” - cf. Niskanen (1988), p. 303.

64. As referências são extraídas do depoimento de Volcker perante o Joint Economic Committee, em 5 de fevereiro de 1981 - reproduzido in JEC (1981), Part 2. Convém repetir que Volcker não se opõe frontalmente a um *tax cut* mas coloca o corte da despesa como pré-condição. “I do not doubt the proposition that our level and structure of taxation reduces incentives, acts as a deterrent to investment and distorts economic decisionmaking. But it is critically important that tax reduction proceed in harness with spending restraint, and as a practical matter the credibility of that approach will depend on early congressional action to deal with spending.” - op cit. p. 6. Para uma descrição mais incisiva da divergência de Volcker com o programa de Reagan, ver a matéria “Reagan and Volcker: Is conflict inevitable?”. in *Business Week*: February 16, 1981, p. 30.
65. Com relação a um eventual fracasso no cumprimento das metas, como ocorrera em 1980, Volcker reitera o seu pragmatismo: “Those ranges are put in for a purpose. There's nothing absolutely magic about hitting the midpoint. We allow for some degree of uncertainty and change in the relationship between the aggregates and economic development, but I think we do look at these things in the general context of needing to pull down the aggregates.” - op cit. p. 9. Para aqueles que, preocupados com as altas taxas de juros, propunham uma

Dessa forma, em 20 de fevereiro, atendendo às exigências da Humphrey - Hawkins Act, o FOMC estabeleceu as seguintes metas de crescimento para os agregados monetários, relativas ao período 1980 (IV) - 1981 (IV): 6 a 8 ½ % (M1-B), 3 ½ a 6% (M1-B ajustado), 6 a 9% (M2), 6 ½ a 9 ½ % (M3), 6 a 9% (crédito bancário). Em 1981 a política monetária começaria a experimentar de forma mais nitida as dificuldades de implementação associadas aos efeitos da intensificação do processo de inovações financeiras que se seguiu à permissão legal, com vigência desde 31 de dezembro de 1980, para a introdução em âmbito nacional de contas correntes remuneradas (as contas NOW - *negotiable order of withdrawal*). A previsão de que recursos monetários (computados no M1) e de outra natureza (depósitos de poupança e a prazo, computados no M2) tenderiam a ser deslocados para essas contas, distorcendo o sentido atribuído aos agregados monetários tradicionais, levou o Fed a definir novos conceitos - v.g., o M1-B (incluindo essas novas contas) e o M1-B ajustado (o qual tentava expurgar, com base em uma estimativa, os recursos de natureza "não-transacional" deslocados para essas contas). Assim, o agregado M1-B ajustado corresponderia ao indicador relevante do comportamento dos encaixes monetários transacionais e o seu monitoramento deveria balizar a condução da política monetária

flexibilização da política monetária (aumentando a oferta de moeda e crédito). Volcker respondia: "... we only make the problem worse in the future by continuing and prolonging the inflationary problem which gives rise to the situation in the first place." (p. 9); ou ainda: "That is rather fundamentally difficult: I don't think it will work." (p. 12). E precisamente aí residia a razão de ser de sua insistência na defesa da austeridade fiscal: uma redução dos juros, asseverava, poderia ser obtida através de uma redução consistente do déficit orçamentário (e, fundamentalmente, através da redução da inflação e das expectativas inflacionárias). A arguição de Volcker, em 5 de fevereiro (duas semanas antes do anúncio do Programa de Reagan), registra uma passagem notável:

Repr. Reuss. "If their plans include a blockbuster tax cut over the next 3 years and if in effect the budgetary cuts are not fully realized and if you do what you say you're going to do to achieve a lower rate of monetary growth, then interest rates, already awful, are going to get even higher, are they not?"

Mr. Volcker. I think that threat exists and in the transition period ... I think you could argue that regardless, the lower rate of monetary growth will in time bring the inflation rate down. The problem is what happens during what could be a prolonged period of transition. To the extent that the Government itself is, in effect, preempting a lot of the available and restrained supply of money and credit, the pressures are on the back of the private economy... You referred to the kind of pressures on investment and interest rates, and you tend to aggravate those pressures to the extent the fiscal side is out of synchronization, if I may put it that way." (op cit, p. 8).

durante o ano. A meta estabelecida pelo FOMC refletia aquela orientação de uma desaceleração progressiva (no ano anterior a meta fixada para o agregado correspondente fora 4 a 6 ½ %).⁶⁶

Atendo-se ao plano do discurso dir-se-ia que as relações entre o Fed e a Administração Reagan seriam plenamente harmônicas. A proposta do Programa para a Recuperação Econômica no terreno da política monetária era igualmente a de desacelerar gradualmente a expansão monetária; ademais, a presença de economistas monetaristas no governo evitava qualquer questionamento “keynesiano” quanto à factibilidade e pertinência de uma orientação voltada para o controle da quantidade de moeda. Na verdade, essas relações foram desde o início caracterizadas por uma tensão latente, por vezes resvalando para a fricção aberta. As prioridades de Reagan à medida que foram ganhando corpo durante o ano tornaram a sua política fiscal definitivamente “fora de sincronização” com a política monetária de Volcker (e do próprio Reagan). E a influência monetarista no governo representou de imediato uma amplificação sensível da crítica, até então relativamente periférica, endereçada à inconstância da expansão monetária e a conseqüente manifestação de dúvida acerca do real compromisso do Fed com a sua declarada intenção de controle da moeda. (Sprinkel e Jordan, trabalhando agora no Tesouro e no CEA respectivamente, haviam sido anteriormente integrantes destacados do Shadow Open Market Committee, um grupo privado de banqueiros e economistas acadêmicos que acompanhava criticamente a atuação do Fed.) Sprinkel chegaria mesmo a propor a realização de uma reunião semanal com Volcker a título de harmonizar as políticas macroeconômicas, idéia prontamente rechaçada pelo *chairman* do Fed.⁶⁷

66. As contas NOW surgiram no âmbito de alguns estados entre 1972 e 1979 e foram autorizadas em todo o país pelo Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980 (através do seu Title III, designado Consumer Checking Account Equity Act). A taxa de juros pagas por essas contas foi de início regulamentada em 5,25% a.a. Essa inovação veio a se somar a outra pré-existente: as contas ATS (*automatic transfer service*). Na estimativa do M1-B ajustado o Fed se baseou no comportamento dessas contas observado até 1980; entretanto, o comportamento observado nos primeiros meses de 1981 afastou-se completamente do padrão anterior, o que teria induzido o Fed a erro de interpretação na avaliação dos sinais emitidos pelos agregados monetários. Para uma discussão detalhada desse ponto ver Hadjimichalakis (1984), p. 111/118. Ver também Melton (1985), cap. 5. Segundo Melton a correção do M1-B foi feita assumindo que 22,5% dos fluxos para as contas NOW em janeiro e 27,5% em fevereiro (e demais meses) corresponderia a recursos de poupança; estimativas posteriores sugeriram que essa parcela seria inferior a 20%.

67. De qualquer forma um canal entre o Fed e a Casa Branca foi aberto na forma de encontros periódicos entre os membros do *Board* e autoridades do Tesouro, do CEA e do OMB. O Secretário do Tesouro refere-se a esse canal de comunicação em depoimento perante o Joint Economic Committee: ver JEC (1981), Par 2, p.

As metas quantitativas para 1981 não implicavam propriamente uma mudança na condução da política monetária no curto prazo: o aperto iniciado no final de 1980 apenas prosseguiria em curso, desta vez com a preocupação redobrada de conseguir evitar as oscilações violentas no comportamento dos agregados monetários e das taxas de juros. Estas, aliás, embora tivessem recuado um pouco em relação ao pico alcançado em dezembro/1980, ainda se situavam em um patamar elevadíssimo: por exemplo, a *federal funds rate* oscilava em torno de 20% a.a. em janeiro enquanto a *prime rate*, após o movimento de redução iniciado pelo Citibank em 30 de janeiro, atingia os 19,5% a.a. Nos meses subseqüentes observou-se uma certa redução das taxas de juros de curto prazo, sem que a política monetária alterasse a sua orientação restritiva (a *federal funds rate*, por exemplo, recua para 16% a.a. em março). Entretanto, nesses primeiros meses de 1981, um sinal observado com preocupação pelo Fed foi o comportamento discrepante das taxas de juros de longo prazo: uma alta consistente, ainda que bastante moderada, o que da perspectiva de Wall Street (e do Fed) tende a ser interpretado como expressão de expectativas de alta da inflação (apesar da inflação corrente, medida pelo CPI, ter ficado seguidamente abaixo de 10% a.a. de março a junho). Esse comportamento estaria refletindo a maior incerteza dos mercados em relação à condução da política macroeconômica - seja o temor de déficits orçamentários crescentes em função da nova política fiscal em gestã, seja a antecipação de como o Fed efetivamente iria se comportar (aperto redobrado ou descontrole monetário?). Em suma, os mercados financeiros aparentemente não estariam apostando nas projeções do Programa para a Recuperação Econômica e tampouco se mostravam convencidos de que a trajetória mais

128/129. Para um relato de bastidores - destacando a preocupação de Volcker e seus colegas de preservar a independência do Fed e a frustração dos *policy-makers* de Reagan com os resultados desses encontros - ver Greider (1987), cap. 11. A impressão de "confusão intelectual" cercando a Administração Reagan é captada pelo vice-*chairman* do Fed (F. Schultz) nos seguintes termos: "Every Administration comes in with a fairly strong ideological position and this one came in with more ideology than most." - citado in Greider (1987), p. 366. Schultz dificilmente exagerava: segundo o relato do *supply-sider* Paul Craig Roberts, "The administration's monetarists were worried that the Federal Reserve would overshoot its targets and deliver too much money. I was worried that they would undershoot and deliver too little. If the Federal Reserve brought on a recession before the administration could get its tax and budget reductions passed, it could be the end of the Reagan program." Cf. Roberts (1984), p. 116. O relato feito pelo próprio Volcker deixa ainda mais claro o grau de animosidade envolvendo os dois núcleos formuladores da política econômica. Segundo Volcker alguns conselheiros de Reagan teriam tentado influenciá-lo no sentido de afrontar o *status* independente do Fed. Ver Volcker & Gyohten (1992), p. 174 e ss.

provável seria a desaceleração gradual da expansão monetária anunciada pelo Fed e solicitada pela Administração Reagan.⁶⁸

Esse quadro é notavelmente agravado a partir de abril: nesse mês os agregados monetários registram uma expansão extremamente alta, suscitando o temor de que a experiência de 1980 (com suas violentas flutuações) pudesse tornar a se repetir. O nervosismo dos mercados se traduziu em uma alta mais contundente das taxas de juros de longo prazo (por exemplo, cerca de 100 pontos-base em apenas um mês no caso das *corporate bonds*). O experimento monetarista desenhado por Volcker, convém lembrar, jamais autorizou que se tomasse como tendência o crescimento monetário de um único mês, sempre se admitindo a impossibilidade de um controle estrito da moeda em intervalos curtos de tempo; é pouco provável, pois, que as estatísticas de abril por si só incomodassem muito o FOMC. Mas a reação dos mercados exercia uma influência muito grande: afinal, a estratégia anti-inflacionária seguida pelo Fed se fundava na tentativa de “abalar as expectativas” predominantes (segundo a caracterização feita por Volcker) e o comportamento das taxas de juros evidenciava uma total falta de êxito em se aproximar desse objetivo.⁶⁹ Adicionalmente, e não menos importante, a tensão entre o Executivo e o Fed é

68. O presidente e alguns importantes *policy-makers* manejavam um discurso caracterizado por uma aposta explícita na possibilidade de uma pronta resposta otimista dos mercados e dos empreendedores. O Diretor do OMB julgava possível que as expectativas inflacionárias implícitas nas taxas de juros caíssem pela metade no curto prazo em resposta à credibilidade da política econômica. E o Secretário do Tesouro declarava em um discurso de 23 de março: “I believe the President’s program will begin to bear fruit even before it is enacted. (...) The expectations we are referring to are the public’s logical computation of what they expect to happen in the future.” - citado in Greider (1987), p. 368. O comportamento das taxas de juros de longo prazo indicava que a resposta de Wall Street foi, ao contrário, recheada de dúvida em relação à política econômica. Conforme esclareceu à época Henry Kaufman, o conhecido economista do banco de investimento Salomon Brothers: “One of the problems of achieving credibility is that you just cannot promise to balance the budget three or four years from now.” - citado in Greider (1987), p. 370. Para uma descrição do comportamento das taxas de juros, ver Greider (1987), p. 369 e ss; Hadjimichalakis (1984), p. 116/118; e a matéria “A scramble for long-term loans”, *Business Week*, February 16, 1981, p. 28/29.

69. A *Domestic Policy Directive* emitida pelo FOMC em sua reunião de 18 de maio de 1981 afirma claramente: “It was understood that the distorting effects of shifts into NOW accounts would change during the year and that other short-run factors might cause considerable variation in annual rates of growth from one month to the next and from one quarter to the next.” - reproduzida em apêndice in Greider (1987), p. 727/732. E Volcker, referindo-se à pressão de alguns integrantes da Administração Reagan para que a política monetária explicitasse o compromisso de reduzir ano a ano em 1% a expansão monetária, diria: “I knew that such precision would be impossible to achieve in the real world...” - cf. Volcker & Gyohten (1992), p. 173. Quanto à expansão monetária excessiva em abril até mesmo um economista integrante do Shadow Open Market Committee reconhecia tratar-se de uma aberração sem maior significado, provocada por fatores sazonais: ver a matéria “The Fed tunes in to the Reagan beat”, in *Business Week*, May 4, 1981, p. 24/25. E sobre o estado de ânimo imperante nos mercados financeiros, marcado pela dominância de avaliações de que o programa de

agudamente intensificada: a crítica monetarista à inconstância da política monetária é repetida com ênfase incomparavelmente maior (beirando mesmo um estado de alarma) e há evidência de que o Tesouro favoreceu, naquele momento, a adoção de um aperto monetário mais forte do que o preconizado pelas declarações oficiais. Isso não significa de forma alguma que o Tesouro tenha determinado a orientação da política monetária, mas sim que uma tendência do próprio Fed a avaliar a conjuntura em termos da conveniência de um aprofundamento da restrição monetária se via reforçada por sinais emitidos pela presidência que apontavam nessa mesma direção.⁷⁰

Cabe reconhecer também que a difusão crescente de inovações financeiras, as quais propiciavam pela primeira vez desde a década de 30 o pagamento de juros sobre a retenção de encaixes monetários transacionais, criou um ambiente no qual a alta generalizada das taxas de juros induzia um vai-vem de recursos financeiros de natureza variada (i.e., transacional e de poupança) de um instrumento financeiro para outro; com isso a implementação do experimento

Reagan seria inflacionário. ver as matérias "The good news could boomerang", Business Week: May 11, 1981, p. 14/15; "The markets are in shock again", Business Week: May 18, 1981, p. 32/33; "A sudden change in the climate", Business Week: May 25, 1981, p. 26/27; "Uncertainty helps to keep rates high", Business Week: June 8, 1981, p. 24/25; "Skeptics still rule the market", Business Week: June 15, 1981, p. 46/47. Alguns economistas da Administração Reagan reconheciam que os mercados financeiros estavam questionando a coerência da política macroeconômica: ver Greider (1987), p. 376 e ss.

70. Há sinais de que Sprinkel defendia, internamente, uma política monetária mais restritiva do que a manifestada para o público externo. Assim, em um memorando de 24 de abril ele argumentava: "The pattern of money growth which is implied by the gradual approach should be considered as a ceiling for the rate of monetary expansion. Any under-shooting of this long-term target path, such as in the first quarter of this year, should be accepted. No effort should be made to boost money growth in order to make up for such under-shooting and instead the target for the future rate of monetary expansion should be reduced accordingly." - citado in Greider (1987), p. 365. E diante da reação nervosa dos mercados ele avaliava que o cerne da questão era a conhecida inconstância da política monetária: os mercados estariam antecipando que o Fed acabaria se afastando das metas quantitativas estabelecidas. Daí que Sprinkel insistisse em fazer um exercício de *Fed-bashing* inusual: reivindicar do Fed um cumprimento preciso das metas (mesmo no curto prazo). Ver Greider (1987), p. 376/381, para um relato da pressão exercida pela presidência sobre o Fed nessa conjuntura, demandando uma política monetária dura. É interessante destacar uma implicação importante dessa postura assumida pela presidência, reconhecida pelo deputado Henry Reuss. Em um depoimento do Secretário Regan perante o Joint Economic Committee, em fevereiro, quando estava sendo argüido sobre a política monetária preconizada pelo Programa para a Recuperação Econômica, o deputado Reuss - interpretando que o Programa implicitamente sugeria uma expansão monetária de apenas 1% em 1981 (dado que nesse ano a taxa de crescimento prevista para a economia seria dessa ordem), o que representaria um aperto monetário ainda maior do que o que vinha sendo realizado pelo Fed - observou com grande perspicácia (e verdadeira premonição): "I would just caution, having dealt with the Fed for many years, that you don't give the supertight money element of the Fed too much encouragement. If you make ambiguous statements which they could interpret as meaning 'The President told us to get that money growth rate down to 1 percent ...', they might do it. That could well produce a very steep recession." - cf. JEC (1981), part 2, p. 128.

monetarista esbarrava em empecilhos incontornáveis à medida que os sinais captados pelo monitoramento dos agregados monetários passavam a exigir uma interpretação fortemente dependente de um "juízo" (como argumentava Volcker em 1980) ligado nebulosamente aos dados objetivos. Em outras palavras, a exata mensuração da moeda transacional - pré-condição do monetarismo (mesmo pragmático) - tornava-se impossível em tal cenário: o M1-B ajustado foi uma tentativa reconhecidamente imperfeita de aproximar-se dessa medida, além do que também o M2 e M3 poderiam em grau não desprezível estar refletindo a captura de recursos de natureza transacional (atraídos pelas maiores taxas de mercado pagas por instrumentos financeiros computados nesses agregados). Como então saber se a expansão monetária (transacional) em curso está fora ou sob controle? Não resta dúvida que o *Board* do Fed (e o FOMC) em suas deliberações durante 1981 esteve às voltas com essa indagação - e o pano de fundo da tomada de decisão refletiu muito mais uma percepção subjetiva (o *feeling*, amparado na experiência acumulada, do *policy maker*) do que propriamente a projeção de uma análise estritamente objetiva dos dados observados (obviamente presente, é certo, municiada pelo trabalho rotineiro do *staff* técnico do Fed). Alguns quadros do Fed descreviam com propriedade a situação em termos de uma "armadilha monetarista". Com efeito, mesmo sabendo do caráter impreciso (se não confuso) da leitura ensejada pelo monitoramento dos agregados monetários, o Fed não podia abandonar o procedimento pois, naquela delicada conjuntura, era sensível o risco de ter a sua credibilidade afetada contaminando de vez as expectativas dos mercados.⁷¹

O real compromisso do Fed sob a liderança de Volcker com a estabilidade da moeda se tornaria definitivamente claro em 1981. Defrontado com um Executivo envolto em

71. Essa caracterização foi feita pelo vice-presidente do Fed de Nova Iorque, que declarou: "How are we going to get out of the monetarist box after the country has been sold on the idea that the money numbers are so important? Yet you know they are giving you wrong signals." - citado in Greider (1987), p. 385. E Henry Wallich, um dos falcões do *Board* (e crítico do monetarismo), explicaria defensivamente a decisão de aprofundar a restrição monetária que resultou em recessão (não prevista explicitamente): "Had one known we were going into a pretty sluggish period we might have had a policy that was less tight. But the effectiveness of the new techniques was being called into question and that was very much in our minds. What else could we do?" - op cit. p. 386. E tendo entrevistado um grande número de economistas do *staff* do Fed (incluindo os Bancos regionais) Greider conclui: "Many staff members familiar with the FOMC decisions were convinced that the policy makers were more stringent than they otherwise would have been, both to defend the integrity of their operating method and also to offset the inflationary fears generated in financial markets by the Reagan tax cut." - op cit. p. 731/732. Hadjinichalakis (1984) enfatiza a dificuldade criada pelas inovações financeiras para a implementação da política monetária e faz um tratamento detalhado dessa questão.

disputas internas, perseguindo uma política fiscal que era exatamente o oposto do que o Fed julgava apropriado e, ainda, embalado por um monetarismo *tout court* na abordagem da inflação; detectando sinais preocupantes no comportamento dos mercados financeiros; dispondo da experiência de 1980 como um claro sinal de alerta; tendo de operar em uma nova realidade financeira, aparentemente fugidia, desfrutando de um raio de manobra restringido; e evidentemente apostando, com base na experiência conhecida (e na sua teoria econômica), que uma restrição monetária prolongada acabaria tendo em algum momento efeito sobre a inflação (quando então, quem sabe, a reversão das expectativas poderia finalmente começar a se materializar) - tudo isso compõe o pano de fundo da decisão tomada em maio de aprofundar notavelmente o aperto monetário que vinha sendo aplicado desde o final de 1980. A sua justificativa, é verdade, baseou-se no argumento de que o comportamento no curto prazo dos agregados monetários amplos sinalizava uma tendência de crescimento além do desejável da moeda transacional (o comportamento do M1-B, note-se, não permitia essa conclusão) - daí que se possa sustentar a tese de que o Fed incorreu em um erro de juízo, confundido pela maior complexidade do novo ambiente financeiro. Mas esse "erro" - que significou promover um aperto monetário além da conta - apenas refletiu o fato de que o objetivo central do Fed era a redução da inflação: mesmo que, na verdade, a expansão monetária estivesse longe de ser excessiva (e isso era, em medida considerável, uma questão de "juízo"), as expectativas inflacionárias permaneciam inabaladas - e, pior, havia suficientes indícios alimentando a percepção de que o cenário poderia rapidamente deteriorar-se. Seria demais esperar que num processo com tais características de incerteza aguçada e riscos cercando cada decisão de agir, e quando a estabilidade dos preços é vista como a prioridade maior, os *policy makers* pudessem ter "nervos" suficientemente fortes para escolher uma outra aposta: de fato, o "erro" incorrido implicava uma restrição monetária mais forte, uma recessão aberta (ou mais severa) e, portanto, maiores chances de reduzir a inflação; o "erro" oposto, na perspectiva do Fed, implicaria por tudo a perder; enquanto o "acerto" era apenas uma fugaz possibilidade (e que sequer garantia a consecução do objetivo maior).⁷²

72. Hadjimichalakis rastreia as simulas de sucessivos posicionamentos do Fed (emitidas nas reuniões periódicas do FOMC), mostrando que o processo decisório em 1981 foi balizado pela crença de que a real expansão da liquidez era sinalizada pelo comportamento do M2 e M3 (os quais continham uma percentagem maior de

No início de maio a forte pressão observada no mercado monetário - dado que a demanda ampliada de reservas bancárias para o cumprimento das exigências legais não foi acomodada pela ação direta da Mesa de Operações do Fed-NY - levou o sistema bancário a recorrer maciçamente aos empréstimos junto ao redesconto: assim, entre 31 de março e 6 de maio essa modalidade de suprimento de reservas bancárias evolui de uma média de U.S.\$ 1 bilhão para U.S.\$ 2,4 bilhões. Em 4 de maio o Fed reagiu elevando a taxa de desconto (de 13 para 14% a.a.) e a sobretaxa incidente sobre empréstimos frequentes (de 3 para 4% a.a.). Refletindo a pressão no mercado monetário a *federal funds rate* experimenta uma alta considerável, passando de 15½ % a.a. (o nível médio predominante até meados de abril) para flutuações na faixa de 17 a 20% a.a. - chegando a ultrapassar em alguns momentos o limite superior do intervalo de variação estabelecido anteriormente pelo FOMC (e que se situava em 13 a 18% a.a.). Diante da situação emergencial o FOMC, em consulta por telefone, decide manter a diretiva anterior relativa à oferta de reservas não-tomadas por empréstimo, tolerando o *overshooting* temporário da *federal funds rate*. Os sinais de que o Fed pretendia endurecer a política monetária seriam plenamente confirmados na reunião de 18 de maio, quando o FOMC revisou o intervalo de variação da *federal funds rate* para 16 a 22% a.a. e estabeleceu uma meta de curto prazo (relativa ao período abril-junho) para o crescimento do M1-B ajustado de 3% a.a. ou menos (e 6% a.a. no caso do M2) - descrita oficialmente como "uma substancial desaceleração". Note-se que o crescimento já verificado no mês de abril atingira 14% a.a., de forma que a média de 3% (ou menos) no trimestre apontava uma contração monetária durante algum tempo. Na avaliação do FOMC: 1º) embora as

encaixes transacionais), enquanto o M1-B dava um sinal incorreto (influenciado por uma retração experimentada pela demanda). Ai se originaria um erro do Fed: "However, the Fed interpreted erroneously the above-target growth of these measures as too expansionary and, therefore, tightened monetary policy. But M2 and M3 growth was, in fact, foretelling contraction; soon the short-lived recovery was aborted, and a recession, which in time escalated to a depression set in." Hadjimichalakis (1984), p. 112. Essa análise o leva a concluir que, em grande parte, a depressão de 1981-1982 foi "não-intencional", resultando de "erros do Fed". Sua análise, entretanto, é centrada na questão da eficiência dos procedimentos operacionais da política monetária. Ele não deixa de reconhecer que, do ângulo da política macroeconômica, o Fed tendeu no período a priorizar a desinflação. Greider (1987), cap. 11, sistematiza evidência persuasiva de que a ação do Fed foi determinada por um conjunto maior de fatores convergindo para reforçar a inclinação em favor de um aprofundamento da restrição monetária. Novamente Wallich parece apontar o cerne da questão: "We could have abandoned the reserve technique. Then we would have avoided the recession. And what rate of inflation would we have wound up with?" (p. 388). E John Paulus, economista do Morgan Stanley, relata nos seguintes termos o clima que captou durante seminário com especialistas de Wall Street promovido pelo Fed pouco antes da decisão de maio: "Volcker told us that since the policy mistakes in the past have been made on the side of excessive ease, in the future, if we err, it makes sense to err on the side of restraint." (p. 382)

projeções elaboradas pelo *staff* técnico sinalizassem uma tendência de desaceleração pronunciada da atividade econômica, alguns de seus membros eram de opinião que o ritmo da atividade econômica no restante do ano “continuará a exceder as taxas tipicamente sendo projetadas”; e 2^a) embora as taxas de inflação observadas mensalmente fossem moderadas (um dígito), alguns membros não acreditavam que já estivesse em andamento qualquer reversão significativa das pressões inflacionárias subjacentes - razão pela qual a ênfase era colocada sobre “a importância de transmitir um claro sentido de restrição em um momento crítico no tocante à inflação e às expectativas inflacionárias”.⁷³

Dessa forma, após aplicar por vários meses uma política monetária restritiva o Fed, em maio, elevou substancialmente a dosagem, engendrando um autêntico choque monetário. Nos meses de maio e junho verificou-se uma contração da oferta monetária (M1-B ajustado), praticamente anulando a expansão observada em abril. E durante sucessivas reuniões subseqüentes (em 6 de julho, 5 de outubro, 17 de novembro, 21 de dezembro) o FOMC manteve inflexivelmente apertadas as metas de curto prazo - no começo, manifestando desconfiança em relação às previsões de recessão e, por fim, quando esta já não podia ser desconhecida, antecipando uma recuperação relativamente rápida. Certamente um sinal eloqüente de que a sua prioridade era a desinflação. Conforme observou um ex-governador do Fed, esse comportamento durante 1981 (e parte de 1982) - mantendo firme a restrição monetária enquanto a economia mergulhava em recessão - representou uma efetiva novidade do experimento monetarista. (No passado a atuação do Fed era adequadamente sintetizada pela expressão *leaning against the wind* - não só contra o vento da inflação, mas, com a evolução da conjuntura, também contra o vento da recessão).⁷⁴ A restrição monetária *a outrance* praticada pelo Fed pode ser avaliada tendo-se

73. Os dados e citações são extraídos da Domestic Policy Directive relativa à reunião de 18 de maio - reproduzida in Greider (1987), p. 727/732. Tanto o *Board* quanto o FOMC apresentavam uma composição heterogênea: assim, por exemplo, Frank Morris, presidente do Fed/Boston, muito próximo do liberalismo keynesiano, era um crítico freqüente do experimento monetarista. Nesse período, porém, tendeu a predominar a influência dos falcões da estabilidade monetária, dentre os quais destacavam-se os governadores Henry Wallich e Lyle Gramley (ambos doutrinariamente críticos do monetarismo); a atuação de Volcker, de qualquer forma, é reconhecida como decisiva nas deliberações tomadas. Ver Greider (1987), cap. 11.

74. Ver Brimmer (1983), p. 3/4 - o autor integrou o Board do Fed de 1966 a 1974. Hadjimichalakis (1984) também chama a atenção para a importância da prioridade anti-inflacionária nas deliberações do Fed durante 1981, como se depreende da leitura atenta de sucessivas *Domestic Policy Directive* do FOMC. Esse autor enfatiza, porém, possíveis “erros” cometidos pelo Fed, resultando em uma restrição maior do que a desejada:

em conta que o crescimento monetário verificado no ano (M1-B ajustado: 1980-IV a 1981-IV) foi de apenas 2,3%, nitidamente inferior ao piso do intervalo fixado no começo do ano. Durante o momento de maior intensidade do aperto monetário as taxas de juros aumentam acentuadamente (a *federal funds rate*, por exemplo, flutua em torno da média de 19% a.a. de maio a agosto; a *prime rate* atinge 20,5% a.a. em meados de agosto), recuando em seguida à medida que a recessão (iniciada em julho) ganhava magnitude.⁷⁵

Em 1981 a orientação imprimida à política monetária refletiu essencialmente uma dinâmica interna, não sendo influenciada pelos eventos nos mercados de câmbio. Do final de dezembro/1980 a 24 de fevereiro o dólar exhibe uma significativa valorização em relação às moedas européias (da ordem de 7 a 9 ½ %, conforme a moeda) e uma pequena valorização (2%) em relação ao iene. Em meados de fevereiro a taxa efetiva nominal acumulava no ano uma alta de 4%. Também o preço do ouro sinalizava uma tendência de queda pronunciada (cerca de 25% ao longo de quatro meses). Durante as semanas subseqüentes o declínio das taxas de juros de curto prazo nos Estados Unidos combinado com uma forte puxada nas taxas de juros na Alemanha (devido a uma orientação mais restritiva da política monetária) provocam um ligeiro recuo das cotações do dólar, sem entretanto recriar as condições do final da década de 70. Já em abril o movimento de valorização é retomado, intensificando-se com força impressionante no restante do ano: com efeito, a taxa efetiva do dólar acumula uma valorização de 26% ao longo dos três primeiros trimestres de 1981 (e mais 11% ao longo dos cinco trimestres seguintes, até o final de 1982). A

assim, ele sugere a hipótese de o Fed ter superestimado o multiplicador bancário, o que explicaria a contração monetária de maio e junho, seguida de uma expansão monetária bem inferior à meta de curto prazo em julho e agosto.

75. Ver Volcker (1982a) e Fed (1982-First). Análises cobrindo um período maior e utilizando dados revisados expost (ou recusando o conceito M1-B ajustado do Fed) apresentam números diferentes, mas não negam o principal, a saber, a forte restrição monetária aplicada em 1981 (e parte de 1982). Ver, por exemplo, Modigliani (1988) e Blanchard & Dornbusch (1989). Modigliani, aliás, procura mostrar que o Fed, na verdade, não seguiu os preceitos monetaristas. Milton Friedman concorda inteiramente, tendo escrito em artigo no *Wall Street Journal*, February 1, 1982: "My complaint about monetary policy is not that it has been 'too tight' or persistently 'too easy', but that it has alternated erratically between the one and the other." - citado in Barrett (1983), p. 137. Quanto às taxas de juros de longo prazo a elevação de patamar foi impulsionada pelas expectativas de déficits orçamentários futuros que se disseminaram com a aprovação do *tax cut* no final de julho. Samuelson observou com ironia: "Once Wall Street got its heart's desire, it quickly worked out the consequences. The tax cuts meant huge structural deficits ahead. They meant high nominal and real interest rates. (...) So, immediately in mid-1981, Wall Street did what came naturally. It dumped its bonds, bidding up interest rates in the process (...)." - Samuelson (1984), p. 7. Para uma discussão mais geral ver Brimmer (1983) e Brimmer & Sinai (1986).

turbulência nos mercados de câmbio, como influência sobre a orientação da política econômica, desloca-se para o âmbito europeu, suscitando um movimento de convergência das políticas monetárias (num sentido restritivo).⁷⁶

A resposta da economia foi proporcional à intensidade da restrição monetária: o produto alcança um pico em julho, iniciando um movimento de retração que se prolongaria até o final de 1982. Um desmentido frontal das projeções infladas e da retórica alegremente otimista da Administração Reagan. Os *supply-siders* se recusariam a fazer autocritica, preferindo responsabilizar a ação do Fed pelo fracasso do programa: na avaliação de Roberts (que abandona o governo já em 1982) o Fed entrou em pânico diante da perspectiva de déficits orçamentários inflacionários e aplicou um choque monetário, contrariando a proposta de uma desaceleração gradual da expansão monetária. Alguns representantes dessa corrente passariam a advogar o retorno ao padrão-ouro como a fórmula para abrir o caminho em direção à prosperidade com estabilidade, sem passar pelo ordálio da depressão. Também lideranças do Congresso começam já em 1981 a desferir críticas contra as altas taxas de juros e a exercer pressão direta sobre o Fed, sem maiores conseqüências porém. Tudo indica que a ação do Fed em 1981 seguiu o padrão característico de independência no processo decisório da política monetária. É sabido, no entanto, que esse padrão dificilmente inclui a possibilidade de atropelar os designios emanados da presidência. No caso da presidência Reagan tais designios estavam envoltos em uma incomum confusão de tendências. Há indícios de que a Administração Reagan desejava uma atuação mais eficaz do Fed - e naquela conjuntura isso era traduzido por uma restrição monetária maior. E o próprio presidente - como quer que reagisse ao fluxo variado de conselhos que recebia - tinha uma visão da inflação como um mal absoluto e reconhecia na expansão monetária excessiva sua causa

76. Gordon (1988) destaca a incomum restrição monetária aplicada pelo Fed em 1981, a elevação recorde das taxas de juros de curto prazo e a valorização do dólar concentrada nesse período - como fatores determinantes da recessão de 1981/82. Spanh (1989), p. 22/25, analisa a opção do Bundesbank de apertar a política monetária em 1981 em função basicamente do objetivo de defender o valor internacional do marco. Para uma descrição dos eventos nos mercados de câmbio nesse período ver: World Financial Markets, February e March 1981; as matérias "The toll of a resurgent dollar", Business Week: February 16, 1981, p. 29/31; "The dollar squeeze on Europe", Business Week: June 8, 1981, p. 22/23; "Skeptics still rule the market", Business Week: June 15, 1981, p. 46/49. Nesse período o Tesouro norte-americano mantém uma posição frontalmente contrária a intervenções nos mercados de câmbio (no caso, para refrear o movimento de alta); para uma interessante discussão desse ponto e suas implicações sobre a política monetária ver Greider (1987), p. 413/423.

primária. Nesse sentido é bem possível que Volcker não esteja simplesmente racionalizando quando sugere que, em 1981, houve uma convergência básica entre ele e o presidente (e a Administração) nessa questão.⁷⁷

----- X ----- X -----

As peças centrais da política fiscal da Administração Reagan - o orçamento de 1982, contemplando um forte aumento dos gastos com a defesa e reduções significativas em diversos programas na área civil, e a nova lei tributária promovendo um corte de impostos de magnitude sem precedente - foram aprovadas no essencial pelo Congresso, conferindo a Reagan uma aura de vencedor (e de liderança) como há muito não se via na política norte-americana. Não foi um processo tranquilo, porém: as marchas e contra-marchas verificadas de março a julho constituíram momentos de uma verdadeira "batalha orçamentária", segundo a adequada descrição de um estudioso. Durante todo o período notam-se sinais de resistência, tentativas de enquadrar as ambições da nova Administração; esta, perseguindo tenazmente a vitória, esbarrou sucessivamente em dificuldades táticas (às vezes bastante exacerbadas) na formação da necessária base de apoio para as propostas oficiais; de forma que o resultado final da negociação política pareceu não raro incerto. A Casa Branca de Reagan jogou duro, é verdade, numa demonstração inegável de vontade de poder e competência que contribuiu para resgatar, durante algum tempo, a imagem abalada da presidência.⁷⁸ Mas o Congresso foi co-responsável pela *reaganomics* - não apenas em

77. Ver Volcker & Gyohten (1992), p. 175/176; Greider (1987), p. 399/400; Roberts (1984), caps. 4 e 5; Stockman (1987), p. 309/314.

78. Schlesinger, Jr. (1992), discutindo o tema da crise da presidência nos Estados Unidos observou: "A presidência parece em extinção. O Vietnã expulsou Johnson da Casa Branca. Nixon expulsou-se por si. Os sucessores de Nixon - o pobre Gerald Ford e o pobre Jimmy Carter - mostraram-se incapazes de dominar as discordantes frustrações da época. O fiasco ultrapassara o ponto de coincidência" (p. 320). "Diga-se o que se disser sobre Ronald Reagan, ele mostrou logo que as notícias sobre a morte da presidência eram grandemente exageradas" (p. 331). O Diretor do OMB descreve a sua disposição de luta nos seguintes termos: "Mi empeño en salir adelante con las exigentes cifras del programa implicaba una teoría de la gobernación que era asombrosamente radical. De hecho, equivalía a suspender las prerrogativas constitucionales del brazo legislativo. La puesta en vigor del programa económico de la Administración Reagan implicaba que se limitase a poner el sello y nada más. De este modo (...) quedaría reducido a la categoría de brazo ministerial de la Casa Blanca." Stockman (1987), p. 169. E descrevendo a tática que desenvolveu juntamente com o

consequência do período de graça típico de um início de presidência ou devido ao efeito avassalador dos índices de popularidade do presidente (os quais, após esboçar uma tendência inicial de queda preocupante, subiram acentuadamente em reação ao atentado que sofreu no final de março), mas igualmente em função do crescimento das tendências conservadoras e à incapacidade do Partido Democrata de responder com rapidez e eficácia ao profundo abalo infligido pela eleição de 1980. É preciso não esquecer que o ideário *supply-side* vicejou originalmente no âmbito do Congresso, a depreciação acelerada como estímulo à formação de capital era acalentada independentemente por outras lideranças apoiadas em fortes *lobbies* empresariais e ainda havia um grupo expressivo (mesmo entre os Democratas) de conservadores fiscalistas, defensores da austeridade e do orçamento equilibrado. Dessa forma, embora buscasse antepor resistência aos projetos do Executivo, desatando a batalha orçamentária (suscitando a percepção de riscos para a sua aprovação), a oposição Democrata não era propriamente de natureza fundamental, compartilhando na verdade o sentido geral da *reaganomics* (corte de impostos, corte de despesas, orçamento equilibrado, ampliação dos gastos com a defesa). A divisão interna no Partido Democrata permitiu aos estrategistas de Reagan compor com sucesso a base de sustentação do seu programa (ainda que volátil, amparada no “toma-lá-dá-cá” usual da política parlamentar).⁷⁹

senador Domenici (*chairman* do Budget Committee) ele conclui: “En aquella coyuntura yo pretendia excluir el debate, convencido de que yo tenia las soluciones y los senadores no. Si lográbamos evitar el trámite habitual e imponer el procedimiento de urgencia, seria posible ganar velocidad a favor de todo el plan.” (p. 170). Mesmo perto de consumir-se a vitória de Reagan no Congresso a imprensa noticiava o risco de derrota: ver, por exemplo, a matéria “How the ‘82 budget battle may be lost”, *Business Week*: June 15, 1981, p. 49/50.

79. Na avaliação contundente de Stockman: “En realidad, la revolución no podía contar ni con la apariencia de una coalición ideológica favorable a Reagan en el seno del Congreso. Los republicanos y los demócratas conservadores no eran más que un montón de políticos débiles y desunidos, cuya asociación estaba amenazada por la inestabilidad debida a poderosas presiones locales y particulares. A la hora de recontar votos, la aparente mayoría que sumaban entre republicanos y Gorgojos se revelaba casi desprovista de utilidad practica. Ya que todas las veces que saliera a votación una propuesta de ley se hacia necesario reconstruir a partir de cero la mayoría efectiva. Esta era un cosido de retales consistentes en arreglos particulares, que desencadenaban la partida de billar político, en forma de reacciones y de otras tantas exigencias multiplicadas. El 10 o el 20 por 100 de los votos necesarios para conseguir la mayoría había que comprarlos al final mediante sobornos, y punto. Y estas concesiones perjudicaban inherentemente a la ecuación fiscal. El paquete de la reducción presupuestaria se encogía, y el de la reducción de impuestos se hinchaba cada vez más.” Stockman (1987), p. 261. A divisão no Partido Democrata tinha sua expressão mais clara na bancada de deputados sulistas (designados de *Boll Weevils*, “gorgojos”), totalmente afastados do liberalismo keynesiano - Stockman os descreve como defensores intransigentes do orçamento equilibrado e do aumento dos gastos com a defesa.

Os trâmites do processo orçamentário, definidos pelo Budget Reform Act de 1974, estabelecem que a proposta orçamentária apresentada pelo Executivo (em janeiro), após ser examinada pelos diversos comitês existentes no Congresso, dê lugar a uma resolução orçamentária elaborada separadamente pelos comitês do orçamento (Budget Committee) do Senado e da House (até 15 de abril). Segue-se um esforço de conciliação das duas resoluções, expresso na First Concurrent Budget Resolution (até 15 de maio) - a qual se caracteriza como um documento meramente indicativo, apresentando as reduções (ou aumentos) de despesas de forma geral, sem especificar os programas que serão concretamente afetados. Segue-se, então, uma etapa em que esse detalhamento será realizado, quando se decide as apropriações de recursos aos vários programas. Eventualmente esse processo pode se traduzir em uma segunda resolução (do Senado e da House) e em uma Second Concurrent Budget Resolution. Completa-se, enfim, a elaboração do orçamento, com a aprovação presidencial, esperando-se que tal ocorra antes de 1 de outubro (início do ano fiscal).

No começo de abril o Senado aprovaria (por 88 votos a 10) uma resolução inteiramente consistente com a proposta de Reagan. Já a resolução elaborada pelo comitê do orçamento da House contemplava um maior volume de gasto em programas sociais (aceitando, porém, a proposta de Reagan para a defesa) e sugeria um *tax cut* substancialmente menor (e concentrado em 1982) - de forma que o déficit previsto se reduzia para U.S.\$ 24,8 bilhões (em comparação com os \$ 45,0 bilhões da proposta de Reagan). Essa resolução refletiu a percepção explícita de que a redução do déficit orçamentário era fundamental para alcançar uma redução das taxas de juros e da inflação. E incorria na prática comum de atrelar receitas a uma projeção de inflação que supunha um gradualismo indefinido: enquanto a proposta de Reagan projetava uma inflação de 8,3% em 1982, a resolução dos Democratas previa 10,4% (na realidade a inflação recuaria fortemente). Reagan lutou com sucesso contra essa resolução, explorando as divisões entre os Democratas: um substitutivo elaborado pelo deputado democrata Phil Gramm (estritamente ligado a Stockman) e o senador republicano Delbert Latta trataria de restaurar o espírito da proposta original do Executivo. Clamando ao Congresso (e ao eleitorado para que

Ver também Conlan (1988), p. 120/125; e a matéria "Why the middle class supports Reagan". Business Week: May 18, 1981, p. 96/100.

exercesse pressão direta sobre seus representantes) em favor da resolução Gramm-Latta o presidente justificaria: "A massiva dívida nacional que acumulamos é o resultado da dieta governamental de altos gastos. Bem, é hora de mudar a dieta e mudá-la na direção certa." Em 7 de maio, a House aprovaria a Gramm-Latta por 253 votos a 176, com 63 defecções entre os Democratas (e nenhuma entre os Republicanos). E ainda em maio ambas as casas aprovariam a proposta de conciliação, sem incluir modificações de maior monta. A etapa seguinte, quando o detalhamento concreto da proposta deveria ocorrer, embora tenha motivado outro capítulo da batalha orçamentária (incluindo a necessidade de elaborar uma segunda versão da Gramm-Latta para reconstruir a base de sustentação parlamentar), também foi concluída com vitória do presidente no final de junho. O produto final de todo o processo, conhecido como *1981 Omnibus Reconciliation Bill*, seria assinado pelo presidente em 13 de agosto, contemplando reduções de despesa da ordem U.S.\$ 36 bilhões, \$ 47 bilhões e \$ 56 bilhões respectivamente no triênio fiscal 1982-1984. O montante de reduções de despesa em 1982 era inferior ao anunciado por Reagan em fevereiro, refletindo as revisões de estimativas feitas durante o processo legislativo. Mas o total de reduções efetivamente aprovadas, através de leis de apropriação de responsabilidade de comitês específicos do Congresso, atingiu a cifra de \$ 27 bilhões, explicitando uma tensa relação entre o Executivo e o Legislativo que iria estar presente durante o restante da presidência Reagan. De qualquer forma, dada a magnitude dos cortes e seu efeito sobre a tendência de crescimento desse sub-conjunto da despesa, o resultado deve ser apreciado como uma vitória do presidente.⁸⁰

A ameaça mais séria de derrota para a Administração, contudo, dizia respeito à proposta de redução de impostos - e mais especificamente à redução do imposto de renda

80. Ver Savage (1988), p. 240/256; Hartman (1982); Pechman & Bosworth (1982); Conlan (1988), cap. 7; Niskanen (1988), cap. 2; Stockman (1987), caps. 6, 7 e 8. Savage oferece um retrato definitivo da batalha orçamentária ao notar: "The battle over the conservative amendment was so chaotic that copies of Gramm-Latta II were distributed at noon, June 26, the same day as the vote on the amendment. Quite simply, the great majority of House members were only vaguely aware of the numbers they voted for or against. Gramm-Latta II contained no index or sequentially numbered pages, leaving specifications concerning particular programs lost somewhere in the text for only the most diligent observers to locate." (p. 252). Em sua avaliação "Ronald Reagan's handling of the deficit issue enabled him to achieve the largest federal budget reduction in the nation's history." (p. 253). Hartman chama a atenção para a novidade do enfoque plurianual adotado por Stockman: "This multiyear focus was designed to avoid the temporary cosmetic cuts of the previous year's legislation and to complement the administration's multiyear tax-cutting plan." (p. 232) Já para o Diretor do OMB, que se auto-rotula um ideólogo, que pretendia estar implementando uma revolução, mesmo a aprovação

individual. Na Câmara tanto o Budget Committee quanto o Ways and Means Committee (responsável pelo desenho da lei tributária) tentaram resistir à Kemp-Roth, propondo no seu lugar uma redução única de 10% (e beneficiando mais fortemente a classe média). Reagan, porém, não demonstrou qualquer sinal de hesitação e jogou duro para conseguir uma redução contundente e de caráter linear (*across the board*). Embora algumas concessões tenham sido feitas no processo, o resultado final atendeu plenamente o sentido da proposta original da Administração, aprovando-se um corte linear em três etapas: 5% em 1 de outubro de 1981 (ao invés de 10% em 1 de julho como concebido inicialmente), 10% em 1 de julho de 1982 e 8% em 1 de julho de 1983. (Neste caso, foram os *supply siders* que ficaram inconformados com os imperativos da política: Roberts identifica na redução e atraso na entrada em vigência da primeira etapa do *tax cut*, conjuntamente com o choque monetário efetuado pelo Fed, a causa do fracasso da revolução reaganiana). Já a depreciação acelerada foi aprovada com modificações ainda menores: ao invés da 10-5-3 as novas regras aproximaram-se mais de um 15-5-3, uma vez que apenas parte dos investimentos em estruturas (v.g., utilidades públicas e casas móveis) foi beneficiada pela redução para 10 anos enquanto nos demais casos a redução concedida foi para 15 anos (ainda assim um período de depreciação menor que o admitido na regra anterior). Vale notar que se no caso da Kemp-Roth a resistência dos Democratas visou limitar a sua magnitude, no caso da depreciação acelerada eles chegaram a elaborar uma proposta ainda mais generosa que a de Reagan (que este rejeitou, com o beneplácito dos lobbies empresariais). Mas a batalha pela aprovação da lei tributária desatou uma feroz barganha política, com o Ways and Means Committee e a Casa Branca competindo avidamente para alcançar uma maioria de votos através de concessões a projetos específicos na área tributária (descrita pelos observadores e analistas do episódio como uma autêntica *bidding war tax cut*). Desse processo resultou uma lei tributária recheada de itens (redutores de receita) que não constavam da proposta original: por exemplo, incentivos à poupança (na forma de certificados de poupança com juros não tributados até um certo limite, deduções da renda tributável de certas modalidades de contribuições para contas de aposentadoria, isenção de imposto sobre dividendos reinvestidos na área de utilidades públicas), venda através de leasing de créditos fiscais, redução de impostos para produtores de petróleo, indexação do imposto de renda

da Gramm-Latta não passou de uma "vitória de Pirro" - no fim a batalha orçamentária resumiu-se a um capítulo do "triunfo da política" (o título de seu livro-relato) que impediu a revolução.

(a partir de 1985), dentre outros. Evidentemente tais adornos tributários aprofundaram substancialmente as perdas de receita: a título de ilustração tenha-se em conta que uma estimativa do Joint Committee on Taxation, realizada no momento da sua aprovação, indicou que as perdas de receita em 1982 e 1983 decorrentes desse conjunto de itens eram aproximadamente equivalentes às perdas associadas à depreciação acelerada. E o afã de podar a voracidade fiscal do Estado manifestou-se por igual entre Republicanos e Democratas, entre o Executivo e a House controlada pelo Partido Democrata. Em 29 de julho a House aprovaria por 238 votos a 195, com 48 defecções Democratas (e votação maciça dos Republicanos) o Economic Recovery Tax Act; daí alguns dias ocorreria a sua ratificação em segunda votação e em 13 de agosto o presidente assinaria a nova lei tributária.⁸¹

Não é sem razão, pois, que o início da Administração Reagan é descrito como fundamentalmente bem sucedido no terreno político. Apesar das acentuadas rivalidades internas e diferenças de concepção envolvendo os formuladores da política econômica, algumas propostas básicas foram claramente definidas durante o período de transição e perseguidas com firmeza. É claro que o Congresso não aprovou as propostas oficiais por aclamação; aprovou-as, sem dúvida, em seus aspectos essenciais. O orçamento de 1982 incorporou reduções em parte das despesas

81. Ver Witte (1985), cap. 8; Stockman (1987), cap. 9; Conlan (1988), cap. 7; Barrett (1983), cap. 10; Pechman & Bosworth (1982). Witte aponta a singularidade do ERTA ("the largest tax cut in history for both individuals and corporations"): "What is historically unique about the 1981 bill is the size of the tax reduction, its multiyear commitment in terms of rate reductions and indexation, and the overwhelming deference to business and upper-income 'savings groups'. Although these groups have benefited from most postwar reductions, in earlier bills there was a degree of moderation that was simply lost in the summer of 1981." (p. 234). Ele traça um interessante paralelo com as políticas de Mellon na década de 20, as quais foram claramente mais equilibradas (e responsáveis) que a de Reagan. Barrett destaca como o processo legislativo afastou-se rapidamente do imaginado originalmente: "Originally the new administration had favored a 'clean bill', which in legislative lingo means a measure devoid of complicated ornaments appended to attract factional support. (...) The concept of a clean bill did not survive long. The Democratic response was to denounce the Reagan approach as irresponsible on the deficit issue and pro-plutocrat on the fairness question." (p. 165/166). Diferentes estimativas feitas à época projetavam uma enorme perda de receita acumulando-se nos anos subsequentes (mesmo admitindo-se as projeções de crescimento e inflação do Programa, ou projeções posteriores ainda otimistas): por exemplo, U.S.\$ 38,3 bilhões em 1982, \$ 139 bilhões em 1984 e \$ 286,5 bilhões em 1987 (Pechman & Bosworth); Stockman apresenta cifras levemente diferentes e mostra as perdas evoluindo de 1,3% do PNB em 1982 para 3,8% em 1984 e 5,5% em 1987. Por suposto a Kemp-Roth foi o fator de maior impacto sobre a receita. Sobre o comportamento igualmente pródigo dos Democratas é interessante a matéria "The Democrats go over to the supply side", *Business Week*, April 27, 1981, p. 24 - a matéria descreve a surpreendente decisão dos Democratas de propor uma imediata redução de 70 para 50% da alíquota máxima incidente sobre a renda de investimento (juros, dividendos, ganhos de capital), que o próprio Reagan manifestara temor de encampar.

civis que os próprios economistas conservadores (como Stein) reconheciam terem sido de magnitude expressiva. E uma redução contundente do imposto de renda foi igualmente obtida, captando em sua maior proporção os pretendidos estímulos à produção, ao investimento, à poupança e à formação de capital. Ironicamente, porém, o sucesso transmutou-se em fracasso (no mínimo, em um estado de impotência) quase que no momento mesmo em que ocorre a vitória parlamentar.

Com efeito, a promessa de prosperidade esbarra durante o segundo semestre (e por todo o ano de 1982) na realidade de uma recessão que atingiria uma magnitude imprevista, acirrando as fricções entre o Executivo, o Fed e o Congresso. Não menos importante, a realidade dos déficits orçamentários gigantescos, afastando a perspectiva de orçamento equilibrado, tornaria as batalhas orçamentárias seguintes experiências tão frustrantes para Reagan quanto haviam sido para Carter. E não deixa de ser revelador da natureza da Administração Reagan (e suas prioridades) o fato de que ainda no começo de junho (bem antes, note-se, da fase decisiva da negociação do *tax cut*) alguns de seus integrantes reconhecessem que as projeções utilizadas em fevereiro estavam totalmente superadas e que o horizonte de orçamento equilibrado havia desaparecido. A opção seguida, entretanto, formulada por consenso entre os assessores sem qualquer participação do presidente, foi a de não admitir publicamente a mudança de cenário para não prejudicar a obtenção do *tax cut*. Assim, durante a rotineira revisão orçamentária de 15 de julho (*Mid-Session Review*) o Diretor do OMB apresentou ao Congresso uma previsão de ligeira redução do déficit para 1982 (U.S.\$ 42,5 bilhões ao invés dos \$ 45 bilhões projetados anteriormente), mesmo dispondo de informações de que o déficit não seria inferior a \$ 60 bilhões (posteriormente, em fevereiro de 1982, a projeção oficial seria de \$ 98,6 bilhões).⁸²

Uma vez conseguido o *tax cut* uma intensa movimentação de âmbito interno é desfechada pelo Diretor do OMB (e contando com o apoio do Chief of Staff James Baker) com vistas a deslanchar imediatamente uma revisão do orçamento recém-aprovado. Um adiamento da entrada em vigor das duas etapas finais do *tax cut* é cogitado, sendo rejeitado pelo Tesouro e pelo presidente. Uma tentativa de desinflar o orçamento da defesa fracassa diante da resistência

82. Sobre esse episódio, ver os relatos de Greider (1987), p. 395/398; Stockman (1987), p. 339/342; Barret (1983), p. 170 e ss.

colocada pelo Secretário da Defesa e a posição firme de Reagan como um campeão da guerra fria. Sem qualquer contrapartida significativa do orçamento da defesa a proposta de cortes ainda maiores nas despesas civis tornava-se impossível politicamente. O Senador Republicano Pete Domenici, *chairman* do Budget Committee, propõe uma majoração de impostos, uma saída que reconhecidamente despertava ojeriza em Reagan. Nenhum ajuste de percurso prévio (ou simultâneo) ao início do ano fiscal 1982 seria promovido, tornando inexorável a realidade incômoda do forte desequilíbrio orçamentário - esta se constituiria uma determinante da condução da política econômica no restante da Administração Reagan.⁸³

4. O movimento da política econômica em 1982-1984: continuidade e inflexões

A política fiscal definida em 1981 implicava, na ausência de ajustes profundos, uma sucessão de déficits orçamentários de natureza estrutural. Imediatamente, estes foram agravados com a reversão de conjuntura observada no segundo semestre de 1981. Uma combinação de fatos econômicos, contraditória com o discurso da política econômica e perversa em seus efeitos políticos, caracterizou a primeira metade da Administração Reagan. Contrariando as expectativas de alguns de seus formuladores, a reação nervosa dos mercados financeiros, defrontados com a perspectiva de um contínuo desequilíbrio fiscal, levou o Fed a executar uma política muito restritiva por um período de tempo considerável, engendrando uma nova realidade de altas taxas reais de juros (no mínimo, com efeitos depressivos sobre os setores automobilístico e construção residencial). Enquanto o desenho final do *tax cut* resultou em efeitos expansivos (sobre a demanda agregada, numa linha convencional de análise) pouco significativos em 1981 e início de 1982. A retração experimentada pelo investimento não-residencial, estendendo-se até o quarto trimestre de 1982, sugere que o subsídio concedido pela política fiscal foi incapaz durante algum tempo de contrabalançar a ação negativa exercida por aqueles fatores sobre o estado das expectativas de longo prazo. O movimento progressivo de valorização acentuada do dólar, por sua vez, afetando com força as exportações líquidas (e em consequência deprimindo os investimentos nas indústrias

83. Ver Barrett (1983), p. 170 e ss; Stockman (1987), cap. 10; Greider (1987), p. 423/425.

exportadoras), também contribuiu para aprofundar a recessão - em seguida agravada ainda mais pela dimensão mundial da crise, em particular pelo seu efeito sobre os principais mercados de exportação dos Estados Unidos. Prolongando-se por 16 meses (de julho/1981 a novembro/1982) a recessão resultou em uma queda acumulada do PNB real da ordem de 3,4% e em taxas de desemprego crescentes mês a mês que atingiram o máximo de 10,8% (uma taxa bem mais alta que o observado nas outras recessões do pós-guerra).⁸⁴

A recessão evidentemente aguçaria as tensões subjacentes à condução da política econômica, manifestadas no âmbito interno da Administração e nas relações envolvendo o Executivo, o Congresso e o Fed. Assim, embora as pressões do Executivo e do Congresso sobre o Fed tendessem a crescer, especialmente em 1982 com a duração da recessão além de qualquer previsão, a realidade orçamentária engendrada pela Administração Reagan - temida não só pelos mercados financeiros e pelo Fed, mas igualmente pela bancada conservadora tradicional do Congresso (dominante no Senado) - conferia uma aura de racionalidade à posição inflexível sustentada pela Autoridade Monetária, deixada sem espaço de manobra diante do descalabro fiscal. Nesse sentido, também, as pressões dirigidas ao presidente para que agisse visando impedir um tal desfêcho foram fortes e continuas. Desse jogo, sob alguns aspectos verdadeiramente intrincado, resultou o movimento concreto da política econômica de 1982 a 1984; em seu desdobramento é possível vislumbrar, a meu ver, uma continuidade fundamental e inflexões importantes.

84. Para uma breve descrição em perspectiva histórica da recessão de 1981/82 ver McKnees (1992). Análises contemporâneas (e detalhadas) encontram-se em Hosley & Raddock (1982) e CBO (1983). Do terceiro trimestre de 1981 ao quarto trimestre de 1982 o PNB declina em valor absoluto (dólares de 1972) 45.1 bilhões, sendo que a retração do investimento não residencial alcançou 15.2 bilhões (equipamentos) e 1.3 bilhão (estruturas) e a redução das exportações líquidas totalizou 16.8 bilhões. A evolução da atividade econômica foi a seguinte:

	1981:4	1982:1	1982:2	1982:3	1982:4
PNB real	- 4.9	- 5.5	1.0	- 1.0	- 1.3
Prod. Industrial	- 16.4	- 12.0	- 6.3	- 3.4	- 8.1
Taxa de Desemprego	8.2	8.7	9.3	9.8	10.5

Fonte: CBO (1983), Tabela 6, p. 17

Galbraith (1989), cap. 3, enfatiza o entrelaçamento de causas domésticas e fatores internacionais na dinâmica da recessão de 1981/82. Seguindo Eisner (em seu enfoque para o déficit orçamentário), ele enxerga na condução da política fiscal até o início de 1982 uma orientação marcadamente restritiva.

Desde o segundo semestre de 1981, uma vez vencida a negociação política do Programa e com o reconhecimento da tendência a déficits orçamentários gigantescos, observam-se sucessivas tentativas fracassadas de obter um consenso interno à Administração capaz de persuadir o presidente da necessidade de rever a sua política econômica. Não resta dúvida que o Diretor do OMB foi o mais ardoroso defensor de uma correção de rumo sem demora que retivesse um horizonte de orçamento equilibrado. Para essa posição acabaram convergindo outros quadros representativos do governo, como o *chairman* do CEA e inclusive o influente *Chief of Staff*, James Baker. Numa posição frontalmente oposta ficou o Secretário do Tesouro (e seus *supply-siders*, por suposto). Após o fracasso da tentativa de revisão orçamentária em agosto/setembro, que esbarrou na resistência do Secretário da Defesa, o tema é recolocado em discussão em novembro. Nessa altura o OMB dispunha de projeções apontando um déficit de 97 bilhões em 1982 (mais que o dobro da previsão formulada em fevereiro), evoluindo para 146 bilhões em 1984 e continuando a aumentar até 1986. O Tesouro exibiu uma projeção alternativa (assumindo um crescimento acumulado de 8.2% em 1982-83) que tampouco ocultava o principal: uma previsão de déficit de 111 bilhões em 1984, desmentindo a previsão original de orçamento equilibrado.⁸⁵

O cerne da questão residia em que, ao desaparecer o horizonte de finanças públicas saudáveis suposto no Programa para a Recuperação Econômica e na proposta orçamentária, uma correção de rumo implicaria necessariamente um recuo, na forma de alguma combinação envolvendo redução do crescimento das despesas com a defesa e redução do *tax cut* (em tese facilitado pela sua forma escalonada: seria o caso de abandonar uma ou ambas as fases programadas para julho de 1982 e julho de 1983). Dada a magnitude do desequilíbrio não seria

85. Ver o relato de todo o episódio em Stockman (1987), cap. 11. No meio da disputa interna o Diretor do OMB é atingido por sua própria ambição de poder (que o levou a uma super-exposição junto à imprensa). Em longa entrevista publicada em novembro de 1981 - da qual resultou o livro de Greider (1982) - ele se permitiu declarar, por exemplo, que a doutrina ofertista não passara de um cavalo de Tróia para lograr reduzir a taxa sobre os ricos. A entrevista transformou-se em um *affaire* que, embora não tenha resultado na sua demissão (Stockman só abandona o governo em agosto de 1985), reduziu enormemente sua influência na formulação da política econômica. Daí para a frente o Secretário Regan passou a ser reconhecido como o portavoz da política econômica. Ver a respeito Barrett (1983). É duvidoso, entretanto, que esse episódio tenha afetado decisivamente (ou em qualquer sentido) os desdobramentos subsequentes. O presidente acabaria sendo forçado a aceitar medidas de elevação de impostos (que Stockman defendia) - e, ademais, se o ideólogo Stockman baixa a guarda, o ideólogo *supply-side* Roberts deixa o governo em 1982 inconformado com a "contra-revolução".

crível pretender corrigi-lo simplesmente implementando novos cortes na despesa não vinculada à defesa. De qualquer forma não seria politicamente viável. Stockman, o ideólogo do enxugamento radical do orçamento, observa com pertinácia: reduções adicionais de despesa (civil), que integrariam por suposto um pacote de correção de rumo, exigiriam para sua aprovação no Congresso (i.e., para a articulação de uma maioria parlamentar) contrapartidas expressivas do lado da receita (aumentando a arrecadação) e no orçamento da defesa (exibindo economias).⁸⁶

A posição dissonante do Secretário do Tesouro impediu um consenso interno. Mas não deve ser desprezada a circunstância de o próprio presidente ter resistido firmemente à idéia de promover qualquer mudança drástica que pudesse dar a impressão de uma “meia-volta”. O presidente - descrito em diversos relatos de bastidores como tendo permanecido alheio, literalmente distante, ao longo da elaboração concreta da *reaganomics* - demonstrou um notável apego ao desenho final assumido pela sua política econômica, mesmo em seus aspectos específicos, resistindo aos sucessivos pleitos de uma correção de rumo que implicasse tocar no orçamento da defesa e/ou na redução do imposto de renda. Assim, Reagan permaneceria impassível diante de uma proposta de revisão do orçamento de 1982 que as principais lideranças Republicanas do Senado lhe apresentaram no momento em que era travado o debate interno.⁸⁷

86. Stockman (1987), cap. 11. Em sua avaliação: “De los políticos sólo sacaríamos una pequeña fracción de las reducciones de gastos que les solicitáramos. (...) No se lograria, ni mucho menos, controlar los déficits recortando sólo el gasto civil.” (p. 355). Ele coloca o impasse em toda a sua crueza: “Reagan sólo tenía una opción auténtica: la retirada. Tanto la realidad económica como los hechos de la democracia conspiraban para que tuviera que ser así. El Estado-providencia norteamericano había encontrado sus fronteras estables, y los políticos habían trazado sus perímetros defensivos. Las leyes de la razón de las finanzas públicas excluían las meriendas gratuitas, la continuidad de la revolución a medias representada por el gigantesco recorte de impuestos. No tenía otra opción sino derogar o rebajar sustancialmente la reducción impositiva.” (p. 352). Regan (1988), cap. 10, faz um relato coincidente (a partir de uma avaliação distinta). Ele observa: “This was not just a matter of acquiescing to an increase in taxes - it meant retreating from the three-year, 25 percent cut (...) in income taxes that had been enacted into law in 1981 with great fanfare. It meant sacrificing not only the tangible benefits of this measure, but also its symbolic meaning.” (p. 194).

87. A proposta foi articulada pelo senador Pete Domenici, *chairman* do Budget Committee, apoiando-se na possibilidade inscrita no Budget Reform Act de adoção de uma segunda resolução orçamentária e uma segunda lei de reconciliação, caso os objetivos de gasto ou déficit estabelecidos na primeira resolução se vissem comprometidos. A proposta se desdobrava em reduções de \$ 16 bilhões no orçamento da defesa e de \$ 40 bilhões na despesa civil e num aumento de \$ 40 bilhões na receita de impostos, ao longo do triênio fiscal 1982-1984. Ver Stockman (1987), p. 357/362. Em reunião com lideranças do Partido, Reagan teria dito: “To talk about tax increases is literally suicide.” - cf. Barrett (1983), p. 185. E em uma entrevista do final de dezembro, referindo-se às propostas de aumento dos impostos Reagan justificaria sua resistência: “We’ve had the greatest tax increases in our history in these recent decades, and they never accomplished anything except increased government spending and deficits.” - op cit. p. 341.

Novamente em dezembro e janeiro, quando da elaboração da proposta orçamentária relativa a 1983, o tema seria recolocado - por membros do governo e pelos senadores Republicanos que pretendiam "educar" o presidente para que aceitasse transigir visando salvar o seu programa do naufrágio fiscal. O Diretor do OMB, seguindo um aparente sinal verde de Reagan, chega a desenhar uma alternativa combinando a bandeira do *novo federalismo* (explorando a possibilidade de transferência para estados e municípios de inúmeros programas de gasto) e a elevação de receita através da majoração de alguns impostos indiretos (*excise tax*) e o fechamento de brechas na legislação do imposto de renda (*tax loopholes*). Reagan termina rejeitando o programa de ajuste que parecia já acertado, recusando-se a buscar o equilíbrio orçamentário às custas dos contribuintes. Os esforços reiterados para "educar" o presidente fracassariam mesmo com o recurso aos bons conselhos de um grupo de notáveis (George Schultz, Alan Greenspan, Walter Wriston, Milton Friedman, dentre outros), todos com reconhecido prestígio junto ao Partido Republicano e conselheiros informais de Reagan.⁸⁸

Na medida em que a insistência de Reagan em aferrar-se a uma postura direcionada inflexivelmente a "manter o curso" (o lema que ele passou a usar em seus pronunciamentos) resultou na preservação integral do *tax cut* e do orçamento inflado da defesa, parece-me pertinente descrever a política econômica do quadriênio nos marcos de uma continuidade básica, inexistindo uma inflexão fundamental, um divisor de águas em seu movimento (contrastando, pois, com a experiência da Administração Carter).

Não creio, entretanto, que essa continuidade tenha sua raiz em uma posição doutrinária. O mesmo Reagan que manejava seguidamente um discurso contendo a idéia de orçamento equilibrado como uma de suas peças-chaves, defrontado com a alternativa de um recuo

88. Barrett (1983), cap. 19, faz um excelente relato desse momento. É revelador da posição de Reagan o seguinte trecho de seu discurso sobre o estado da União, inserido pessoalmente por ele no texto preparado pelos seus assessores: "I will not ask you to try to balance the budget on the backs of the taxpayers. I will seek no tax increases this year and I have no intention of retreating from our basic program of tax relief. I promised the American people to bring their tax rates down and to keep them down - to provide them incentives to rebuild our economy, to save, to invest in America's future. I will stand by my word. Tonight I am urging the American people: seize these new opportunities to produce, to save and to invest, and together we will make this economy a mighty engine of freedom, hope and prosperity again." - citado à p. 347. Stockman sintetiza a situação ao afirmar: "El dilema de aquella hora era terrorífico. Ahora que veíamos la magnitud real del problema, nos faltaba la fuerza política para reducir el gasto público, y el presidente se resistía a cambiar tanto el programa impositivo como el de defensa." Stockman (1987), p. 351.

(mesmo parcial) no *tax cut* e no orçamento da defesa, ousava abandonar tranquilamente aquele velho mandamento do conservadorismo - e não porque estivesse amparado nos prognósticos da curva de Laffer. Sua decisão terá refletido muito mais um cálculo político das consequências de dois caminhos alternativos de alto risco: a correção demandada, ainda que melhorasse as finanças públicas, poderia torná-lo aos olhos do eleitorado uma figura política igual às outras (sem uma mensagem própria, como até então ele conseguira afirmar), aproximando-o ainda por cima do mesmo comportamento vacilante tão criticado de Carter; a opção de manter o curso poderia redundar no naufrágio antevisto mas evitaria o risco político-eleitoral de uma quebra visível de promessa, preservando ao mesmo tempo uma imagem de coerência (acrescida das características comprovadas de convicção, pulso firme). Para usar uma imagem dos economistas, o olfato político de Reagan terá discernido um trade-off entre as eleições de 1982 (importantes, por certo, mas o seu cargo não estava em jogo) e as de 1984: se o seu programa acabasse sendo corroborado pela prosperidade (i.e., uma firme recuperação), provavelmente a reeleição estaria assegurada independentemente do estado das finanças públicas.⁸⁹

Por outro lado, o *frisson* suscitado entre os responsáveis pela política econômica não era sub-produto exclusivo da nova realidade orçamentária que se desenhava após os sucessos políticos do primeiro ano. Tão surpreendente - e mais atemorizante para os estrategistas de Reagan - era a irrupção de uma recessão que poderia desacreditar o seu programa econômico e descarrilhar de forma irreversível a *reaganomics*. A retórica de Reagan, até então, não fora a do conservadorismo tradicional fundado na aceitação necessária de sacrifícios temporários; o sonho da prosperidade era uma peça fundamental (note-se como isso era explicitado até mesmo nos títulos do programa divulgado em fevereiro e da lei tributária assinada em agosto). Aqueles que

89. Barrett (1983) oferece elementos de apoio a essa linha de interpretação. Reagan teria dado sinais explícitos de priorizar o esforço bélico qualquer que fosse o seu impacto sobre as finanças públicas e, ainda, de apostar que os eventuais déficits não representariam um grande risco eleitoral caso a economia estivesse crescendo satisfatoriamente. Visto retrospectivamente sua intuição revelou-se correta: nas eleições subsequentes, de 1984 e 1988, o tema do desequilíbrio fiscal e a bandeira do orçamento equilibrado, isoladamente, não impactaram o eleitorado. Sobre esse ponto são interessantes as observações de Makin & Ornstein (1994), cap. 9. Para além de suas diferenças tanto o Diretor do OMB quanto o Secretário do Tesouro parecem reconhecer a influência determinante do cálculo político na decisão de Reagan. "Admitir el error entonces habría sido el acto de un gran estadista (...) En noviembre de 1981, Ronald Reagan escogió ser un político, no un líder, y al hacerlo demostró como la pasión y la imperfección, no la razón ni la doctrina, mandan en el mundo." Stockman (1987), p. 352. "Suppose the President could somehow renege on his promise to reduce taxes without inflicting mortal damage on his political credibility, what then?" Regan (1988), p. 194.

apontavam a urgência de corrigir o desequilíbrio fiscal enxergavam aí um obstáculo à prosperidade prometida - pela sua ação sobre as expectativas, especialmente nos mercados financeiros, e pela inescapável resposta da Autoridade Monetária enveredando numa mão única de aperto monetário com o objetivo de evitar suas consequências inflacionárias; as altas taxas de juros daí resultantes bloqueariam qualquer recuperação. Essa percepção - defendida pelo Diretor do OMB (e, externamente, pelo Fed) - tinha apoio numa lógica econômica respeitável e era respaldada pelo comportamento dominante em Wall Street. Embora tentativas de impugnar aquela lógica econômica não tenham faltado - no âmbito do CEA, Niskanen argumentou que não era segura a existência de uma relação entre os déficits orçamentários e as altas taxas de juros - é duvidoso que tenham exercido uma influência determinante sobre a posição assumida pelo presidente. Na verdade, Reagan demonstraria pouca (ou nenhuma) inibição frente a lógicas econômicas, continuando a fazer profissão de fé no sucesso de seu programa, que ainda não entrara plenamente em operação. Mais que qualquer lógica econômica alternativa deve ser ressaltada a tendência otimista característica da personalidade de presidente (e, coincidentemente, também de seu Secretário do Tesouro). Assim, a recessão foi vista inicialmente como um acidente de percurso, provocada pela ação do Fed, destinada a enfrentar a inflação herdada do período Carter. Reconhecida publicamente em outubro de 1981 a expectativa do Secretário do Tesouro era de que já no segundo trimestre de 1982 ela começaria a ceder lugar à recuperação. Ambos avaliavam que a prosperidade era uma questão de tempo: mantido o curso os incentivos concedidos pelo programa lograriam estimular a economia (enquanto a desinflação ensejaria a queda das taxas de juros). Aqueles que propunham uma elevação de impostos estariam defendendo uma medida que, na verdade, colocava em risco a recuperação.⁹⁰

90. "I was convinced that an increase in taxes, coupled to a monetary policy that was already starving business of capital, would make our economic troubles worse. An economy could not expand if it was burdened by new taxes at the moment when it was already all but overwhelmed by high interest rates that devastated profits and eliminated millions of jobs. (...) It was better to borrow money to finance the deficit while the economy recovered and people went back to work than to impose taxes that would cripple the recovery or prevent it altogether. I never have believed (...) that increasing taxes is a cure for recession." Regan (1988), p. 194/195. "In my bullish way, I believed that the economy would recover and advance if given the chance." (id ibid). O debate é tão embaralhado (e a lógica econômica tão frágil) ao ponto de eles omitirem o fato de que, no fundo, a proposta de aumento da receita consistia em não aplicar o corte de 10% do imposto de renda programado para julho de 1982 (ou julho de 1983), não constituindo um aumento de impostos em relação ao ano anterior. Mas é verdade que o espetacular crescimento do déficit orçamentário - ensejado pela firme resistência de Reagan em não voltar atrás - foi um fator benéfico à recuperação (contudo, essa é uma lógica "keynesiana" e não

Refletindo essa postura a proposta orçamentária de 1983, enviada ao Congresso em 6 de fevereiro de 1982, revestiu-se do seguinte perfil:

1. os valores totais projetados para a despesa e a receita admitiam um ligeiro crescimento nominal;
2. a despesa contemplava um aumento de 18% no orçamento da defesa e cortes em diversos programas na área social/civil totalizando U.S.\$ 25,9 bilhões (não atingindo, porém, a previdência social);
3. mantidas as disposições do ERTA e rejeitadas as sugestões de majoração de impostos indiretos, as revisões na área tributária contribuiriam com pouco mais de U.S.\$ 7 bilhões de receita adicional em 1983; dessa forma o comportamento da receita decorria das suposições relativas à evolução da conjuntura: recuperação vigorosa durante o segundo semestre de 1982, crescimento de 5,2% do PNB real em 1983 e redução da inflação (CPI) para 7,3% em 1982 e 6,0% em 1983;
4. uma previsão de déficit da ordem de U.S.\$ 92 bilhões em 1983 - e, ainda mais significativo, admissão da continuidade futura do desequilíbrio orçamentário, projetando-se déficits de \$ 83 bilhões em 1984 e \$ 72 bilhões em 1985.⁹¹

É preciso advertir que o aspecto relevante dessa proposta orçamentária não reside propriamente nos valores apresentados, nem tampouco em seu conteúdo enquanto resposta da política fiscal numa conjuntura recessiva. Não será excessivo afirmar que ela, na verdade,

"ofertista"). Sobre a avaliação de uma rápida recuperação ver a evidência levantada por Greider (1987), p. 425/431, confirmada no essencial pelo depoimento de Niskanen (1988), p. 228/229.

91. Para uma análise detalhada ver Pechman & Bosworth (1982), Pechman (1983) e CBO (1982). No conceito *current services with an adequate defense* - i.e., projetando-se a mera vigência, sem qualquer mudança, das regras definidas no ano anterior para impostos e programas de gasto, incluindo o ambicioso programa plurianual para a defesa - a previsão de déficit alcançava U.S. \$ 146 bilhões em 1983 (\$ 165 bilhões em 1984 e \$ 168 bilhões em 1985). As medidas visando reduzir esse déficit (em \$ 54 bilhões no ano fiscal 1983) se relacionavam basicamente a esforços de contenção dos gastos (incluindo iniciativas de cunho administrativo destinadas a aumentar a eficiência das operações do governo). O Diretor do OMB, que fora derrotado em sua proposta de correção de rumo (segundo suas palavras em "otra batalla interna devastadora"), confessa ter maquiado a proposta orçamentária de 1983: "Falsifiqué los libros a conciencia y me inventé 15.000 millones de recortes anuales totalmente ficticios, de manera que el primer presupuesto del que se responsabilizaba totalmente la Administración Reagan quedase por debajo del límite de los 100.000 millones. Como en

expressava a opção de nada fazer, mantendo o curso (i.e., preservando as duas prioridades cristalizadas em 1981 relativas ao gasto com a defesa e ao *tax cut*) à espera da reversão de conjuntura. Com efeito, todo o debate interno e com as lideranças Republicanas do Senado se resumia ao fato de que - independentemente das projeções relativas a crescimento, inflação e taxas de juros - uma ação eficaz de política econômica exigia de alguma forma contemplar uma diminuição da perda de receita decorrente do ERTA e uma redução da expansão do orçamento da defesa, sem o que não se obteriam os igualmente necessários cortes expressivos nos gastos discricionários. A proposta orçamentária de Reagan desconsiderou esse fato, procurando jogar a responsabilidade do desequilíbrio fiscal sobre um Congresso patologicamente gastador. Nesse curso não se lograriam materializar nem mesmo aquelas pretendidas reduções do *current services deficit* - mas dessa forma se conseguia evitar um indesejado recuo no programa econômico e se ganhava tempo, à espera de uma recuperação, enquanto uma nova batalha orçamentária era travada.⁹²

Mas se é pertinente vislumbrar uma continuidade básica durante todo o período, tal não significa que o movimento da política econômica tenha sido linear e possa ser descrito como uma simples projeção do Programa de 1981, desdobrando-se passo a passo conforme originalmente previsto. A continuidade em questão reduz-se à circunstância de aquele Programa ter estabelecido um elemento de irreversibilidade durante a primeira Administração Reagan, limitando o raio de manobra para ajustes na condução da política econômica. É importante não perder de vista, porém, que em seu movimento, defrontada com uma realidade conflitante com o

ocasiones anteriores, justifiqué ante mis propios ojos tal proceder a título de expediente provisional." Stockman (1987), p. 363/364.

92. O espírito daquela proposta orçamentária parece-me bem traduzido pelo Secretário do Tesouro: "The deficit could be reduced and confidence restored if a slow, steady increase in the money supply was accompanied by a controlled rate of federal spending. New taxes would send a signal that neither of these things was going to happen. (...) I did and do believe that deficits did not matter in the short run if in the long run the economy generates sufficient revenues to pay off the deficits, and the rate of growth of government spending is controlled in such a way that it is consistently less than the real growth of the economy. The question concerning the budget was never how to reduce it, but how to keep it in rational proportion to income by regulating its growth. But if spending were not controlled, nothing could control the deficits (...)." Regan (1988), p. 194/195. Para essa perspectiva, o Congresso, ao votar leis de apropriação que resultavam em um total de gastos maior que o pleiteado pelo presidente, era o responsável pelo desequilíbrio fiscal incontrolável. Regan ardilosamente tangencia a questão de quais componentes da despesa estavam provocando um tal crescimento exagerado da despesa total.

cenário imaginado no início, mudanças significativas resultaram das tensões envolvendo o processo político-econômico. Elas dizem respeito tanto à política fiscal quanto à política monetária, as quais não são devidamente apreciadas quando, por vezes, se procede a uma caracterização geral do *policy mix* observado no período.

Assim, apesar da tenaz resistência do presidente, a política fiscal seria forçada a realizar um ajuste - ainda que parcial em seu alcance, dada a difícil equação política implícita numa solução efetiva do desequilíbrio orçamentário. O ajuste promovido em 1982 tem um significado emblemático. Mesmo buscando constantemente manter o curso, Reagan terminaria aceitando promover uma elevação de impostos como expediente necessário de recuperação das finanças públicas (uma ação não inscrita no roteiro traçado pelo Programa de 1981 nem no ideário associado ao *reaganismo*). A omissão deliberada do presidente - sua obstinação em não transigir com o Congresso, desprezando o fato de não mais dispor de uma coalizão majoritária de votos - levaria à rejeição de sua proposta orçamentária e à aprovação de uma resolução bastante modificada (recriando as condições que marcaram o período Carter). Dessa forma, a revolução na política fiscal que alguns imaginaram estar inaugurando em 1981 cederia lugar a partir de 1982 à predominância *de facto* da perspectiva do conservadorismo tradicional sob a pressão de um desequilíbrio fiscal persistente e de vulto ameaçador.

Com efeito, em um contraste impressionante com a experiência do seu primeiro ano de mandato, a proposta orçamentária de Reagan para 1983 seria simplesmente ignorada pelo Congresso. Dessa vez o irrealismo das projeções foi reconhecido imediatamente de forma generalizada. No âmbito do Congresso, o Congressional Budget Office, órgão responsável pela assessoria técnica aos comitês de orçamento, escrutinando a proposta oficial apontaria uma tendência a desequilíbrios substancialmente maiores. Tão ou mais perturbador para importantes lideranças conservadoras do Congresso era a heresia de Reagan, ao permanecer indiferente em face de um desequilíbrio vultoso sem qualquer sinalização de uma previsão concreta de correção.⁹³

93. Ver CBO (1982). O CBO trabalha com o conceito *baseline deficit*, análogo ao conceito *current services deficit* usado pelo OMB. Em fevereiro de 1982 as projeções desse déficit eram: \$ 157 bilhões em 1983, \$ 188 bilhões em 1984 e \$ 208 bilhões em 1985 (em comparação com \$ 146 bilhões, \$ 165 bilhões e \$ 168 bilhões respectivamente da proposta oficial). Diferentemente do observado em períodos anteriores - quando as projeções sinalizavam um crescimento da receita mais rápido que o da despesa e do PNB (devido ao duplo efeito favorável da inflação e do crescimento da renda), daí resultando um horizonte de orçamento equilibrado

O resultado dessa situação foi o esfacelamento da unidade Republicana que permitira a Reagan construir seus triunfos políticos em 1981 atraindo o apoio de dissidentes Democratas. Essa estratégia estava agora sepultada em função do descalabro fiscal que despertara uma forte apreensão em várias facções do Partido Republicano - conservadores tradicionais, liberais e até alguns falcões da guerra fria - induzindo uma disposição real de enquadrar a ação do presidente no terreno fiscal. Nessas circunstâncias a proposta orçamentária de Reagan cairia prontamente no vazio. O Senador Domenici, *chairman* do Budget Committee, alertaria incontinentemente que ela não passaria no Congresso; expressando a reação de choque no campo conservador Domenici notaria: "ela aceita quase benevolmente o que são déficits malignos". Um destacado falcão, o Senador Armstrong, admitiria a necessidade de cortar (sic) o gasto militar em face da realidade orçamentária criada. Entre os Republicanos da House não eram poucos os que demonstravam viva oposição a uma nova elevação generosa dos gastos com a defesa enquanto áreas como a educação sofriam cortes de despesa draconianos. De maneira geral havia uma clara percepção da escassa (ou nula) probabilidade de uma nova rodada de cortes expressivos nas despesas civis como pretendia Reagan. Ainda em fevereiro as lideranças Republicanas comunicariam ao presidente que o seu orçamento era um natimorto; e em 30 de março o Comitê de Orçamento do Senado rejeitou por 16 votos a 1 as projeções oficiais, adotando em seu lugar as projeções do CBO (um sinal de que o orçamento seria elaborado pelo Congresso à revelia das intenções de Reagan).⁹⁴

ou superavitário - agora as projeções *baseline* apontavam um crescimento lento da receita em função do *tax cut*. As estimativas de perda de receita decorrentes do ERTA eram as seguintes:

	1981	1982	1983	1984	1985	(\$ bilhões)
CBO	2	39	95	148	189	
OMB	-	38	92	139	177	

Cabe notar que embora as suposições assumidas pelo CBO fossem diferentes das oficiais, elas ainda eram reconhecidamente otimistas (inflando as projeções de receita): supunha-se uma rápida recuperação já em 1982, crescimento médio superior a 3.5% a.a. a partir de 1983 e um declínio lento da inflação. Pechman (1983) traduz a reação suscitada pela proposta orçamentária de Reagan nos seguintes termos: "The public and congressional reaction to the 1983 budget was one of dismay. For the first time in recent memory, a president had submitted a budget that did not propose closing the gap between outlays and receipts in the foreseeable future. Moreover, on closer examination it became clear that the planned deficits were grossly underestimated, even if the economy improved and all the president's spending and tax proposals were enacted without change." (p. 18/19)

94. A citação do Senador Domenici é reproduzida por Barret (1983), p. 348; a referência ao senador Armstrong encontra-se em Savage (1988), p. 257. Os detalhes factuais mencionados no texto provêm dessas duas fontes. Também da comunidade de negócios provinham recomendações de um ajuste: "The Business Roundtable called the deficits unacceptable and requested Congress to reduce defense spending. The Roundtable also

Uma tentativa de contornar o impasse, através da autorização para que um grupo de altos funcionários e lideranças Republicanas dialogassem com os Democratas visando produzir uma resolução orçamentária aceitável, se arrastaria pelos meses seguintes terminando em fracasso. Cabe observar que o enquadramento da política fiscal não foi determinado exclusivamente pelo entrechoque da Casa Branca (fracionada entre pelo menos dois grupos rivais) e um Congresso novamente arredio aos designios emitidos pelo presidente. A recessão se aprofundava, desfazendo os prognósticos otimistas alimentados durante algum tempo, e o Fed mantinha inflexivelmente o aperto monetário, perpetuando níveis asfíxiantes das taxas de juros apesar da recessão aberta. Algum alívio das taxas de juros era perseguido com ansiedade tanto maior quanto a campanha eleitoral se aproximava (e a taxa de desemprego não parava de aumentar). Apesar do nervosismo imperante, refletido no exercício usual de *Fed-bashing* por parte da Casa Branca e do Congresso, não há evidência de que Reagan julgasse que a política monetária estivesse sendo conduzida de forma equivocada; o presidente, no fundo, era igualmente um campeão da luta contra a inflação e reconhecia a necessidade de um controle firme da expansão monetária. Há evidência sim de que tornara-se suficientemente claro para todos os atores envolvidos na condução da política econômica que uma ação efetiva, revestida de um mínimo de credibilidade, contra o desequilíbrio orçamentário liberaria o Fed para flexibilizar a política monetária - ou, pelo menos, daria mais eficácia às pressões nesse sentido.⁹⁵

supported deferring the tax cut and changing the key leasing components in the tax bill. Within a week, the National Association of Manufacturers also urged defense and Social Security reductions." Savage (1988), p. 258. (A NAM, entretanto, era um reduto *supply side* e contrária a qualquer elevação de impostos). Barrett cita anúncios de página inteira em jornais de grande circulação, publicados por seis associações nacionais representando banqueiros, construtores e corretores de imóveis (*realtors*), clamando por uma mudança de curso para evitar uma crise econômica e financeira (op cit. p. 348).

95. O Secretário do Tesouro relata em seu livro uma conversa com o presidente no final de março, ocasião em que era intensa a pressão para que ele mudasse de posição aceitando negociar com o Congresso: "I told him about a breakfast I had had the past week with Paul Volcker. Volcker had assured me that he would try to be accommodating to the Administration - he would ease money to bring interest rates down if he could see some movement by us on the deficits. Otherwise, Volcker thought, a fall in interest rates could reignite inflation. The sooner we moved, the sooner rates would come down." Regan (1988), p. 199. E em documento interno de 19 de março, relatando o teor das discussões de uma reunião do Economic Policy Advisory Board, Regan anotou: "2) ... most members were convinced that the recovery from the current recession would *not* meet the Administration's economic assumptions in the budget ... 3) There was agreement that the greatest barrier to a healthy and sustained recovery was high interest rates. The central task facing the Administration was getting interest rates down as soon as possible. 4) Most felt that large prospective budget deficits ... are the primary cause for the high levels of current interest rates, and that the financial markets are convinced that deficits and

A incapacidade de chegar a um acordo com as lideranças do Congresso levaria à elaboração de uma resolução orçamentária bastante discrepante em relação à proposta original: em linhas gerais ela contemplava um crescimento de 7% nos gastos com a defesa (e não 18% como pretendia Reagan), cortes bem mais brandos nas despesas civis e, sobretudo, medidas tributárias destinadas a aumentar a receita em quase U.S.\$ 100 bilhões ao longo de três anos (em 1983, por exemplo, elas deveriam gerar uma receita adicional de \$ 20,9 bilhões - em comparação com apenas \$ 6.8 bilhões previstos na proposta oficial). Cabe notar, entretanto, que essa resolução do Congresso discriminava economias em itens sabidamente fora do seu controle (como no caso das despesas de juros), compartilhando uma certa dose de irrealismo (ou ficção) com a proposta original de Reagan. De qualquer forma, quando decidiu-se efetivamente a apropriação de recursos pelos diversos programas, o montante final de cortes nas despesas não relacionadas com a defesa terminou sendo inexpressivo. O seu resultado mais importante foi a formulação de uma nova lei tributária, sem reverter (ou mesmo modificar substancialmente) o ERTA de 1981. A tarefa coube ao Finance Committee do Senado, sob a liderança de Bob Dole, que articulou o Tax Equity and Fiscal Responsibility Act (TEFRA) de 1982. Essa medida alterava alguns itens do ERTA (como a base de cálculo do crédito fiscal de investimento, as margens adicionais de depreciação acelerada previstas para 1985 e 1986 e o mecanismo de *safe-harbor leasing*) tidos como causadores de uma redução exagerada do imposto de renda das empresas; fechava algumas brechas existentes na legislação do imposto de renda; estabelecia a cobrança na fonte do imposto incidente sobre juros e dividendos (esse item, porém, seria revogado no ano seguinte); elevava o *excise tax* incidente sobre cigarros e telefones; e aumentava a contribuição para o seguro desemprego (*unemployment tax*). Por imposição dos Democratas - que se negaram a assumir (ou compartilhar) o ônus de promotores de um aumento de impostos em ano eleitoral (ao ponto de o Ways and Means Committee da House ter permanecido omissos em todo o processo) - o TEFRA foi explicitamente patrocinado pelo presidente, incluindo um pronunciamento pela televisão defendendo a sua aprovação pelo Congresso. Sancionado em 3 de setembro o TEFRA originalmente projetava

prospective deficits matter, regardless of the academic debate on the subject ..." - reproduzido in Barrett (1983), p. 351. Também o Congressional Budget Office alertava, em fevereiro, que a combinação de uma política monetária fortemente restritiva com os elevados déficits orçamentários - algo sem precedente histórico - punha em risco as perspectivas de recuperação e crescimento futuro. Ver CBO (1982), p. 36. Para um relato da negociação fracassada com o Congresso ver Regan (1988), p. 196/206 e Barrett (1983), cap. 20.

acréscimos de receita no triênio fiscal 1983-1985 estimados em \$ 15,9 bilhões, \$ 35,3 bilhões e \$ 40,3 bilhões respectivamente.⁹⁶

Em suma, em 1982 a proposta orçamentária de Reagan foi claramente rejeitada pelo Congresso, sua insistência em aprofundar cortes nas despesas civis deixando intocados o orçamento da defesa e o *tax cut* esbarrou em limites incontornáveis, sua negativa a propor qualquer revisão tributária com conotação de aumento de impostos apenas prolongou uma situação de impasse e não pode ser sustentada. Por assinalar um momento qualitativamente distinto nas relações da presidência com o Congresso em matéria de formulação da política fiscal (assemelhado ao observado durante o período Carter), pela influência preponderante do conservadorismo tradicional no desenho concreto da política fiscal (a despeito da retórica exibida pelo presidente), o ajuste de 1982 deve ser visto como uma inflexão da política econômica. A tônica da Administração Reagan daí para a frente seria dada pela tensão permanente entre o curso irreversível estabelecido em 1981 e a necessidade de corrigir o desequilíbrio orçamentário resultante; este superou largamente as previsões alarmantes do início de 1982: em janeiro de 1983, por exemplo, as estimativas de déficit para esse ano fiscal ultrapassavam \$ 200 bilhões. Nesse processo também as propostas orçamentárias de 1984 e 1985, as quais repetiram basicamente o mesmo enfoque da proposta orçamentária de 1983, seriam rejeitadas pelo Congresso. Do impasse

96. Ver Pechman (1983) e o excelente relato de Savage (1988), p. 256/265. Savage observa: "Reagan endorsed the new taxes, though only after the Senate's leadership threatened to eliminate the third year of the personal income tax reduction and stall Senate action on the first budget resolution. The White House staff, principally David Stockman and James Baker, also convinced Reagan the tax bill consisted of 'reforms' and closed loopholes rather than established new taxes. Furthermore, the 1981 Economic Recovery Tax Act's final version contained significantly larger tax reductions than the administration originally requested, thereby leaving Reagan some ideological maneuvering room to raise taxes when defending against the charge that he had revoked his conservative position on taxation." (p. 263/264). A iniciativa, por suposto, foi bombardeada pelos *supply siders*. Um editorial do Wall Street Journal a descreveria como "um exercício de idiotice econômica", observando: "Every school child knows you don't raise taxes in recession unless you want to make it worse." O Senador Dole responderia às críticas de seus companheiros do Partido: "maybe we went too far last year with some of Mr. Kemp's ideas. I never really understood all that supply-side business." Cf. Savage (1988), p. 263. No interior da Administração dois destacados representantes da corrente - Norman Ture e Paul Craig Roberts - decidiram abandonar o barco já no início do ano, antecipando uma mudança de rumo que julgavam expressão do triunfo da contra-revolução. Entretanto, na avaliação pragmática de Niskanen, membro do CEA, o TEFRA representou uma "melhoria técnica" do ERTA, o qual sobreviveu intacto. "On balance TEFRA proved to be good tax legislation. (...) TEFRA proved to be a watershed, however, separating those who opposed any tax increases and those who supported a well-crafted tax increase in the presence of a huge deficit. (...) TEFRA proved that Reagan had a broader agenda than cutting taxes under any circumstances." Niskanen (1988), p. 78/79.

renovado acabaram emergindo novas iniciativas, sempre parciais, de revisão tributária destinadas a aumentar a receita. Assim, em 1983 uma proposta de aumento de impostos na área da previdência social, formulada por uma comissão encabeçada por Alan Greenspan, seria endossada no essencial pelo Congresso e pelo presidente. E em 1984, com a recuperação econômica em plena marcha - e a despeito de Reagan outra vez ter sinalizado sua oposição a aumentos de impostos: "para aqueles que dizem que devemos aumentar impostos, eu digo esperem", foi sua mensagem explícita em pronunciamento de 1 de fevereiro - o resultado final de outra frustrante batalha orçamentária ganhou forma no Deficit Reduction Act (DEFRA) de 1984, contendo uma série de revisões na legislação do imposto de renda, inclusive algumas modificações no ERTA (o período de depreciação no caso de investimentos em estruturas, por exemplo, foi ampliado de 15 para 18 anos), e aumentos de impostos indiretos.⁹⁷

No campo da política monetária as mudanças de curso verificadas apresentam-se com maior nitidez - ainda que sua interpretação possa suscitar controvérsia. Em primeiro lugar é importante destacar a firmeza demonstrada pelo Fed em seu objetivo de reverter o quadro inflacionário da década anterior. Com efeito, mesmo com a economia mergulhada em recessão aberta a decisão de promover um forte aperto monetário foi mantida sem qualquer hesitação durante o primeiro semestre de 1982. Assim, em reunião de 21/22 de dezembro de 1981 o FOMC sinalizou uma meta de crescimento do M-1 em 1982 correspondente ao intervalo 2,5 a 5,5%, nitidamente inferior à meta para 1981 (3,5 a 6,0%). No início de fevereiro essa meta foi

97. Niskanen (1988), cap. 3, faz uma excelente descrição das várias iniciativas na área tributária surgidas ao longo das duas Administrações de Reagan. Makin & Ornstein (1994) sintetizam de forma apropriada o paradoxo desvelado pela política fiscal de Reagan: "Candidate and president Reagan had also run and governed on a vociferous antitax pledge and had followed through on it with the large tax cut of the Economic Recovery Tax Act in 1981. But in each of his subsequent years, if the 1983 Social Security reforms are included, Reagan signed into law sizable tax increases. (...) In 1981, President Reagan dominated the budget process and Congress as few presidents had ever done. But he became increasingly reactive thereafter," (p. 174). Eles apontam um outro aspecto interessante: visto retrospectivamente o desequilíbrio orçamentário não representou qualquer ameaça político-eleitoral para Reagan: mas não era essa a percepção imperante naquela conjuntura, o que levou à busca de um expediente que permitisse ao presidente transferir a responsabilidade. Assim, Reagan defenderia em 1982 uma proposta de emenda constitucional tornando obrigatório um orçamento equilibrado - uma proposta sem sustentação política e para cuja aprovação o presidente não se empenhou. Nesse sentido é possível descrever a estratégia fiscal de Reagan de 1982 a 1984 como basicamente "retórica" - "... the administration's purpose shifted subtly but significantly from one of taking political control of the deficit to one of avoiding political responsibility for the deficit," (p. 183). Evidentemente um grupo da Administração defendia uma estratégia real e não apenas retórica: nessa fase o seu representante mais destacado foi Martin Feldstein, o *chairman* do CEA.

oficializada; segundo Volcker o crescimento monetário seria maior que em 1981 pois era intenção mantê-lo em torno do ponto médio ou acima, desde que o ritmo das inovações financeiras não ganhasse um novo impulso. A verdade, porém, é que o Fed encontrava-se outra vez numa situação delicada: apesar do choque monetário aplicado em 1981 a expansão monetária acelerou-se fortemente em dezembro e janeiro e os mercados reagiram elevando as taxas de juros de longo prazo. A percepção dominante entre as Autoridades Monetárias era de que havia um risco considerável de ocorrer um repique inflacionário caso as diretrizes monetárias fossem relaxadas; além disso os quadros monetaristas da Administração e o próprio presidente sinalizaram explicitamente sua apreensão em face do que lhes parecia um preocupante descontrole monetário em gestação, alertando para a urgência de uma rápida ação corretiva. A resposta do Fed traduziu-se na fixação de uma meta monetária de curto prazo (válida para o período entre duas reuniões do FOMC) extremamente restritiva: isso implicou em uma redução substancial da oferta de reservas não tomadas por empréstimo durante o mês de fevereiro, pressionando as taxas de juros de curto prazo.⁹⁸

Essa postura caracterizou a condução da política monetária durante a primeira metade do ano. As autoridades do Fed, ainda que não compartilhassem o mesmo otimismo exagerado do presidente (e seu Secretário do Tesouro), tendiam igualmente a antecipar uma recuperação da economia já no primeiro semestre, resultando num crescimento positivo do PNB real em 1982. Não obstante a evolução da conjuntura tenha desmentido completamente essas

98. Em depoimento de 10 de fevereiro Volcker observaria: "Some long-term interest rates (...) returned close to earlier peaks, suggesting the impact of current and prospective Treasury financing. (...) A large increase in the money supply, accompanied by higher interest rates, is unusual during a period of declining production and economic activity." Volcker (1982-b). Anteriormente, em depoimento de 26 de janeiro, ele havia justificado a continuidade da restrição monetária nos seguintes termos: "(...) to back away from the commitment to deal with inflation would be a disturbing matter for financial markets today, complicating the prospects for early recovery. (...) The fact is that markets remain sensitive, disturbed, and uncertain despite the encouraging trend toward less inflation. We cannot wish these doubts and skepticism about the future away; we can dispel them by our actions." Volcker (1982-a). Minsky, em depoimento de 27 de maio, expressou de forma límpida a natureza da situação: "By a rapid expansion of its outstanding credit the Federal Reserve could try to force a sharp reduction in short term interest rates. However, unless this expansion is a lender of last resort emergency intervention this would rekindle inflation fears so that (1) long term rates would not fall, (2) the availability of long term financing would not increase and (3) a sharp fall in the dollar on the exchanges as well as a drain of foreign holdings from U.S. money markets would occur. The Federal Reserve would then be bound to back off from the attempts to increase the rate of increase of the money supply." Minsky (1982-b), p. 51. Sobre a reação de Reagan e dos monetaristas na Administração ver a evidência sistematizada por Greider (1987), cap. 12.

previsões, suscitando dissidências internas e um grau crescente de apreensão quanto ao possível desenlace final de um movimento tão potencialmente disruptivo, isso não determinou qualquer flexibilização na condução da política monetária. O reconhecimento de que o comportamento da velocidade da moeda vinha exibindo desde o final de 1981 uma tendência declinante bastante pronunciada - circunstância que conferia às metas monetárias um caráter mais fortemente restritivo - também não foi suficiente para dissolver o consenso monetarista liderado por Volcker; esse, aliás, foi o pano de fundo das discussões internas durante a reunião do FOMC de 30 de março e embora as dúvidas aumentassem prevaleceu a orientação de manter a política monetária restritiva. Em consequência as taxas de juros de curto prazo, que haviam retrocedido com força no final de 1981 (a *federal funds rate*, por exemplo, chegou a recuar para 12,5% a.a. em dezembro/janeiro - ainda assim um nível comparativamente alto em termos reais), experimentam novamente um vigoroso impulso altista, oscilando em torno de 14.5% a.a. nos meses de fevereiro a junho. Não se perca de vista o caráter incomum desse movimento, posto que observado em meio a uma conjuntura recessiva e, ademais, obviamente incongruente com as previsões de recuperação iminente.⁹⁹

A inflação - medida pelo CPI - vinha revelando uma substancial desaceleração desde outubro de 1981, registrando-se seguidamente taxas (anualizadas) em torno de 5% (ou inclusive mais reduzidas durante os primeiros meses de 1982). Apesar desse comportamento

99. Minsky chama a atenção para o papel desempenhado nessa conjuntura pelo forte crescimento do endividamento de curto prazo das empresas, num contexto de mercados de *long-term bond* e *equity* em profunda depressão e bancarrotas virtuais (*walking bankrupts*) em profusão. "Continued strong corporate demand for short-term credit is largely due to the capitalization of interest, the inability to fund short-term debt into long-term debt and the slow growth of equity due to internal funds because of high interest payments. In good part, the Federal Reserve is not able to correct the situation." (op cit). Minsky também sugere uma interessante interpretação para a mudança observada na relação oferta de moeda/gasto: "(...) if you have too great an increase in the money supply, the historical argument was you financed too much demand. Right now a substantial portion of the loans that are appearing in the banks are what I call capitalizing interest and what you call distressed lending, where you are not actually financing any demand for goods and services, but you are just marking up the interest owed into a new debt. You are not getting the cash back from the businesses who cannot meet their interest payments. Therefore the relation between demand and the money supply here is quite different now than it was historically, and less of the increment in the money supply is related to the financing of new demand than in the past. Therefore, these lower targets are much more constraining upon business activity and much more conducive to high interest rates than they would have been, than the same target would be if business were profitable in repaying when due and you did not have any new financing because you were not able to pay interest." (op cit, p. 188). Para um breve sumário das interpretações do declínio na velocidade da moeda ver Melton (1985), caps. 4 e 5. Sobre as projeções econômicas otimistas do Fed ver Greider (1987) e Fed (1982-First).

deveras auspicioso, não observado há anos, o Fed não se apressou em declarar vitória - temeroso de uma reação negativa dos mercados (i.e., que uma eventual flexibilização fosse interpretada como sinal de futura aceleração inflacionária). Evidentemente o impasse na área fiscal apenas contribuía para reforçar esses temores. No começo do ano Volcker expressaria claramente a posição que seria mantida ao longo do primeiro semestre: "Obviamente, é muito cedo para declarar vitória na luta contra a inflação. Para tornar essa perspectiva uma realidade, uma política monetária apropriadamente restringida e cautelosa continuará a ser exigida."¹⁰⁰

Vale insistir nesse ponto: as determinações do movimento da política monetária certamente compõem um quadro bastante complexo: um de seus elementos fundamentais é sem sombra de dúvida o objetivo da defesa do valor doméstico da moeda, v. g., a estabilidade (relativa) dos preços. Na conjuntura exemplar de 1979 a aceleração inflacionária e o declínio do dólar nos mercados internacionais emergiram entrelaçados - determinando uma inflexão fundamental da política monetária. Em 1982 a força crescente do dólar tinha reflexos perversos sobre a economia, contribuindo para aprofundar a recessão via contração das exportações líquidas. Em tese, dir-se-ia, haveria espaço (e mesmo necessidade) para uma mudança. Não obstante, o consenso no interior do Fed ainda era no sentido de buscar uma reversão definitiva das expectativas inflacionárias, a qual não era percebida como já consolidada. Mas aí adentramos numa seara caracterizada pela preponderância de julgamentos subjetivos, envolvendo incerteza (não sem razão os artífices da política monetária preferem descrever sua função como uma arte). A aposta feita em fevereiro de 1982 em favor da manutenção da restrição monetária (se não o seu aprofundamento) pode ter sido certa ou errada. A meu juízo não há como saber - sem fazer a "prova do pudim" - como teriam reagido os mercados diante de uma flexibilização no início do ano. O que julgo suficientemente plausível é a leitura de que o objetivo anti-inflacionário ditou a decisão tomada pelo Fed, seguida durante todo o primeiro semestre de 1982.¹⁰¹

100. Volcker (1982-a). Volcker destacava também a importância de uma sensível moderação nos ajustes de salários nominais, o que estaria ocorrendo ainda de forma incipiente. "Major tests of the changing climate still lie ahead: 1982 is a particularly important year for wage bargaining. It seems to me crucially important (...) that this emerging pattern of greater moderation be extended."

101. Devido à forte expansão monetária de janeiro, e em menor medida também em maio (neste caso refletindo uma ação de *lender of last resort* determinada pela quebra da Drysdale), o crescimento médio do M-1 até maio ficara um pouco acima do limite superior da meta oficial. Respondendo a uma questão do *chairman* do

Mas a preeminência desse objetivo pode ser mantida apenas até um certo limite. A conjuntura de 1982 o revela com absoluta clareza. O zelo anti-inflacionário manifestado pelo Fed sob a liderança de Volcker empurrou a economia para uma trajetória de extrema vulnerabilidade. Os prognósticos de recuperação foram sepultados pela piora contínua da conjuntura, dando lugar a um sentimento de inquietação. Com o número de falências empresariais suplantando qualquer marca observada nas últimas duas décadas e a depressão atingindo alguns setores muito alavancados financeiramente (para o que também contribuiu a disseminação na década de 70 de práticas bancárias agressivas), o risco de crise financeira tornou-se palpável. O segmento das instituições financeiras de poupança (as *thrifts*) atravessou uma situação de grande precariedade, atingido pela desintermediação: centenas de falências, elevados prejuízos, sobrevivência às custas de empréstimos oficiais. Em maio uma instituição *dealer* de pouca expressão, a Drysdale Government Securities, Inc., mas que operava com suporte de alguns grandes bancos, quebrou, provocando agitação nos mercados e aumentando o grau de apreensão. No final de junho ocorreria a quebra de um banco de segunda linha (o Penn Square), vigorosamente alavancado por alguns *money-center banks* (o Continental Illinois e o Chase, dentre outros) - o episódio que acendeu o sinal vermelho para as Autoridades Monetárias. Entrementes, desde abril o México se encontrava num estado de sufoco, recebendo um auxílio emergencial (na forma de sucessivas operações de *swap*) do Federal Reserve - as Autoridades Monetárias sabiam que a moratória era iminente. Esse foi o pano de fundo da inflexão da política monetária em meados de 1982. É, pois, inteiramente plausível a interpretação de que ela foi ditada pelo aprofundamento da recessão até o limite da sua transformação em crise financeira (doméstica e internacional). Coincidentemente a

Subcommittee on Domestic Monetary Policy, em sessão de 27 de maio, acerca das consequências de uma eventual decisão do Fed de tentar forçar o cumprimento daquela meta. Allen Sinai, do Data Resources, Inc., traduziria a singularidade da conjuntura de 1982: "I have a question to answer your question. When was the last time the Federal Reserve - besides early this year - progressively tightened monetary policy during a recession or a series of downturns? It was in the Great Depression. That is really my answer to your question. It would be an egregious policy error." A localização acha-se em Minsky (1982-b), p. 187. Volcker evidentemente não se abala com essa possível crítica (implícita) à sua atuação no início de 1982: "We are all perfectionists. Looking back, there is a certain amount of second-guessing (...) about whether we weren't too slow to ease in 1982. Maybe, they say, the recession could have been ended a few months earlier. Perhaps that is true, but those arguments do not impress me very much. It's not that our policies were perfection but that the far greater error at that point would have been to fail to follow through long enough to affect fundamental attitudes and really put inflationary expectations to rest. Those policies cannot really be fine-tuned, and even after all we went through the objective was not fully achieved." Volcker & Gyohten (1992), p. 177.

inflação fora, então, substancialmente jugulada e a flexibilização monetária não reacendeu as temidas expectativas inflacionárias. Mas diante do quadro de crise financeira se desenhando no horizonte, a tarefa do combate à inflação cai para um segundo plano, ganhando preeminência a função de *lender of last resort*.¹⁰²

Há indicações convincentes de que o fim do consenso monetarista no âmbito do Fed ocorreu na reunião do FOMC de 1 de julho, sob a enorme tensão criada pela quebra do Penn Square, embora o seu reconhecimento explícito tenha tardado até outubro. Dessa forma, um suprimento deliberadamente generoso de reservas bancárias não-tomadas por empréstimo permitiu uma forte aceleração da expansão monetária durante o segundo semestre - de tal modo que o crescimento do M-1 em 1982 foi da ordem de 8,5%, superando amplamente a meta de fevereiro. As taxas de juros de curto prazo responderam imediatamente, experimentando um movimento vigoroso de queda (mais acentuada justamente nos meses de julho e agosto): a *federal funds rate*, por exemplo, cairia de 14,2% a.a. em junho para 10,1% em agosto e 9,0% em dezembro; paralelamente o Fed promoveria de julho a dezembro sucessivos cortes da taxa de desconto, reduzindo-a de 12% a.a. para 8,5%. A *prime rate*, que se situava em torno de 16,5% a.a. em junho, também acompanhou esse movimento (cerca de um ano depois a taxa praticada no mercado era de 10,5% a.a.). E, o que é mais importante, a reação dos mercados foi "bem comportada": as taxas de juros de longo prazo também declinam, reanimando o combalido mercado de *bonds*, enquanto o mercado de ações dava início a um movimento altista que se prolongaria até o *crash* de 1987.¹⁰³

102. Greider (1987), cap. 14, faz um relato pormenorizado. Miranda (1992) sintetiza a questão: "Na realidade, essa reorientação decorreu, em primeira instância, da capacidade do FED de retomar o controle sobre o sistema monetário internacional, bancando, em última instância, a posição dos bancos americanos superexpostos que estavam na crise da dívida externa de 1982. Como uma racionalização *a posteriori* foi reconhecida a impossibilidade de regular a liquidez do sistema monetário-financeiro através da determinação da oferta de moeda num período de inovações financeiras, de desregulamentação dos mercados de crédito e de internacionalização dos fluxos privados de capital." (p. 186). Para uma análise da crise financeira global ver Tavares (1983).

103. Galbraith (1989) traduz muito bem a extensão alcançada pela mudança de orientação da política monetária: "Now, when the Federal Reserve abandoned monetarism in July 1982, it did so with real vigor. (...) Over the following year, the real value of the narrow money stock (M-1) rose by 7 percent, more than in any year since 1960. The real value of M-2, a more broadly defined and probably more reliable concept, rose by 8.9 percent, a performance matched only in 1971 and 1972. This was enough to raise the real size of the money stock, which had been falling since 1978, to its level of that year." (p. 58/59). Um excelente relato contemporâneo

Do ângulo estrito dos procedimentos operacionais utilizados na condução da política monetária, o Fed não mais retomaria a prática adotada em 1979 de buscar monitorar rigidamente o comportamento dos agregados monetários através de um controle severo das reservas não-tomadas por empréstimo. Conseqüentemente, embora as taxas de juros reais permanecessem em um patamar muito elevado em comparação com a experiência das décadas anteriores, não mais se observaria a extrema volatilidade dos juros nominais que fora um dos traços distintivos do experimento monetarista. Assim, por exemplo, durante todo o ano de 1983 a *federal funds rate* flutuaria dentro do intervalo 8,5 a 9,5% a.a., sem registrar afastamentos significativos, apesar das flutuações mensais pronunciadas da expansão monetária (M-1). E ainda que não tenha se constituído em um fator decisivo na inflexão de julho/outubro, não há porque negar que o ambiente financeiro prosseguiu sofrendo em ritmo acelerado os efeitos da difusão de inovações, tornando cada vez mais não operacional um regime de controle quantitativo da moeda. Com efeito, a crise das *thrifts* ensejou o Garn-St. Germain Depository Institutions Act de 1982, o qual instituiu o MMDA (*money-market deposit account*) para fazer face à desintermediação suscitada pela anterior introdução dos MMFs (*money-market mutual funds*); em 5 de janeiro de 1983, antecipando em vários anos a desregulamentação prevista no DIDC, foi introduzida a *Super NOW* (contas NOW com taxas de remuneração livremente determinadas pelo mercado); ainda em 1983 seria reduzida ou eliminada a exigência de valor mínimo para a abertura dessas contas e

encontra-se em Estados Unidos. Perspectiva Latinoamericana, vol. 8, n.º 8 e 9, agosto e setembro de 1983. Algumas semanas antes da decisão de mudança de curso, um destacado intelectual neoconservador manifestaria sua inconformidade com a influência nefasta do monetarismo: "It is a policy which, in the course of conducting a war against a mythical host of 'inflationary expectations', is in fact waging (and winning) a war against the real economy. (...) The sensible response by the Fed would be to bring down short-term rates two or three percentage points by infusing more credit into the financial system. But every time Mr. Volcker makes even the faintest gesture in this direction, he is excoriated by the dogmatic monetarists who dominate our economic policy. (...) So Paul Volcker, being pragmatic, goes along with this administration's self-defeating policy." Irving Kristol, "Notes for a Dismal Spring", in *Wall Street Journal* June 16, 1982. As notas de Kristol mereceram uma resposta de Friedman: observando que de out/1981 a abr/1982 o crescimento do M-1 atingira 9,3% e o do M-2 10,4% (taxas anualizadas) ele levantou a questão: "I regard these rates as already dangerously high. If Kristol does not, what rate of growth would he regard as corresponding to the 'moderate expansion of Fed credit' he favors?". De qualquer forma, segundo Friedman, o monetarismo não estava em julgamento: "I and other monetarists have criticized the Fed for adopting monetarist rhetoric, without adopting a monetarist policy. A crucial feature of a monetarist policy is a steady rate of monetary growth, not wide swings from +11.1% to -0.2% to +9.3%. Those wide swings, and not 'restraint', however defined, explain the wide swings in interest rates and in the economy, and their continuation is the major threat to the success of President Reagan's economic policy." - "Erratic Pulse of the Money Supply", in *Wall Street Journal*, June 28, 1982.

estendida a outros instrumentos financeiros a desregulamentação dos juros. Nesse ambiente a utilidade dos agregados monetários na função de metas (objetivos) intermediárias é muito afetada, pois a relação entre a quantidade de moeda e a renda (meta última) deixa de ser sempre direta, podendo em diversas situações emitir sinais confusos para a política monetária, levando a uma decisão errada.¹⁰⁴

O movimento de conjuntura sofreu evidentemente o impacto da execução da política econômica. A ação do Fed a partir de julho de 1982 e a execução da política fiscal operaram conjuntamente num sentido expansivo. A preservação integral do ERTA garantiu a entrada em operação no mês de julho do segundo corte (de 10%) no imposto de renda individual; ao mesmo tempo o orçamento inflado da defesa e o comportamento das transferências determinaram um forte crescimento do dispêndio governamental total; disso resultou um aumento contundente do déficit orçamentário justamente em 1982 (e 1983), contribuindo para a reversão da conjuntura recessiva.¹⁰⁵ Enquanto o declínio das taxas de juros possibilitou uma viva reanimação de alguns setores para os quais as vendas a crédito têm uma importância considerável: de fato, durante os primeiros trimestres de recuperação as taxas de crescimento do investimento residencial e das vendas de bens de consumo duráveis são realmente impressionantes (por exemplo, o indicador usual da atividade da indústria da construção residencial, o número de *housing starts*, aumenta 60% de 1982 para 1983, registrando uma evolução de 1,1 milhão para 1,7 milhão). A sua contrapartida foi uma firme ampliação do endividamento familiar, dando impulso à recuperação. Assim, apesar de cercada de muita desconfiança - o próprio *chairman* do CEA hesitaria em prognosticar uma recuperação vigorosa em 1983 - a economia ingressaria em uma

104. Hadjimichalakis (1984) faz uma análise pormenorizada dessa questão. Benjamin Friedman (1982) propôs a alternativa de utilizar duas variáveis como metas intermediárias (a moeda e o crédito total), tendo sido parcialmente encampada pelo Fed em julho de 1983. Melton (1985) descreve o novo regime de política monetária nos seguintes termos: "During 1983, the procedures were almost totally neglected, in favor of a policy approach that made only small adjustments to the volume of discount-window borrowing forced on banks and thus to the funds rate. (...) In terms of the graphical analysis (...) the supply of nonborrowed reserves adjusted to whatever level was needed to preserve the quantity of borrowed reserves about unchanged. Critics promptly pointed out that if this were not funds-rate targeting, it was a close cousin." (p. 64).

105. Galbraith (1989) mostra que o déficit orçamentário de pleno emprego experimentou um aumento de 2,4% do PNB do segundo para o quarto trimestre de 1982, uma variação incomumente vigorosa. Cálculos alternativos do DRI, reproduzidos in Dornbusch & Fisher (1990), indicam que o déficit de pleno emprego evoluiu de 0,0 para 1,1% do PNB em 1982 e 2,1% em 1983. Em valores correntes o déficit salta de 2,09% do PNB em 1981 para 4,61% em 1982 e 5,17% em 1983.

trajetória de crescimento sustentado: após um primeiro trimestre de desempenho apenas moderado, o PNB real exibiria do segundo trimestre de 1983 ao segundo trimestre de 1984 uma pujança não observada em períodos equivalentes durante as décadas anteriores (convém não perder de vista, porém, que a recuperação de 1983 foi precedida de um período incomumente longo - 1979/1982 - de estagnação/recessão).¹⁰⁶ E, a despeito das apreensões iniciais no tocante às perspectivas de uma retomada do investimento não residencial, condição fundamental de uma prosperidade sustentada, um *boom* de investimentos inegavelmente acabou se materializando. O seu componente mais importante, compras de equipamentos (*producers'durable equipment*), registra taxas de crescimento da ordem de 18,1% (1983:IV/1982:IV) e 12,4% (1984:IV/1983:IV); incluindo o investimento em estruturas (que exibiu retração em 1983 e expansão em 1984) as taxas de crescimento são de 8,1% e 13,3% respectivamente; e se em 1983 o investimento residencial foi responsável por 63,3% da variação do investimento total (exclusive estoques), em 1984 a contribuição do investimento não residencial respondeu por 75,1% do crescimento do investimento. Ainda que o dinamismo do investimento não deva ser superestimado - é sabido que examinado em perspectiva histórica, a performance do crescimento pós-1983 deixa muito a desejar - o aspecto relevante é que o cenário preocupante de uma economia mergulhada em um estado de prostração continuada ficara definitivamente para trás.¹⁰⁷

Não apenas um ciclo expansivo da produção e da produtividade teve início em 1983, mas igualmente a persistência de uma inflação tendencialmente em aceleração encontrara o seu fim. A inflação - medida pelo CPI - recua para níveis reduzidos muito mais rapidamente do que o esperado seja pela Administração Reagan seja pelo Fed. E, o mais significativo, ao longo do ciclo expansivo não se registraria a incidência do padrão observado nas duas décadas anteriores de

106. A posição de Martin Feldstein pode ser verificada em sua entrevista *in* Challenge, may/june 1983. Niskanen (1988), p. 228/229, também chama a atenção para a posição reticente de Feldstein. Para uma análise contemporânea da fase inicial da recuperação e uma amostra das dúvidas então existentes quanto à sua duração, ver a matéria publicada *in* Estados Unidos, Perspectiva Latinoamericana, vol. 6, n. 10, outubro 1983. Excetuando o primeiro trimestre de 1983, o PNB real cresceu a taxas (anualizadas) entre 5 e 10% até o segundo trimestre de 1984, experimentando então uma substancial desaceleração.

107. Os dados de investimento são do Department of Commerce: em 1985 e 1986 o investimento não residencial experimenta uma enorme desaceleração. Para uma caracterização mais detalhada da recuperação pós-1983 e uma análise rica em sugestões explicativas do comportamento do investimento ver Tavares (1985), Galbraith (1989) e Sweezy & Magdoff (1985-b). Ver também a instigante análise do comportamento do crédito privado durante a recessão e a recuperação de Wojnilower (1985).

reaceleração inflacionária em direção a um patamar mais elevado. Assim, enquanto a recuperação deslanchava, a taxa de inflação registrou 3,2% em 1983 e 4,3% em 1984, reduzindo-se em seguida para 3,6% em 1985 e 1987. O sucesso na luta anti-inflacionária consagraria a gestão Volcker como modelo de defesa da moeda e, juntamente com o crescimento econômico, permitiria a Reagan colher uma reeleição espetacular em 1984 - e, no plano do discurso, reivindicar o cumprimento da promessa de "um novo começo" anunciada em seu Programa para a Recuperação Econômica.

Sem dúvida a valorização do dólar e a pressão das importações desempenharam um papel importante: não só pelo barateamento dos custos industriais e pelo aguçamento da concorrência; mas igualmente por atuar objetivamente como uma política de rendas, retraindo as demandas trabalhistas - seja porque a concorrência das importações tornou real e perpetuou a ameaça do desemprego devido ao fechamento de fábricas, seja porque a depressão das vendas externas, afetando os lucros de indústrias importantes, impôs a aceitação de concessões aos trabalhadores de indústrias cujos acordos coletivos tradicionalmente servem de referência para o resto da economia. Por outro lado, o desemprego, após ter alcançado um nível recorde durante a recessão, declinou lentamente durante a recuperação: em 1984 a taxa de desemprego ainda se situava em 7,4% (e em 6,9% em 1986). Esse cenário francamente desfavorável aos trabalhadores não foi, aliás casual. A presidência Reagan introduziu explicitamente uma mudança de atitude no trato com os sindicatos ao enfrentar com truculência uma greve no setor de transporte aéreo durante seu primeiro ano de mandato, sinalizando ao setor privado que a sua Administração não se dispunha a acomodar pela ação da política econômica acordos generosos entre sindicatos e oligopólios. E efetivamente, a partir de 1982 os sindicatos aceitariam fazer concessões quando da renegociação dos contratos - na forma de congelamento ou mesmo redução do salário nominal (durante o primeiro ano de contrato), eliminação ou redução da cláusula COLA (indexação salarial) - numa proporção não vista há décadas. Observa-se, assim, uma desaceleração substancial do crescimento dos salários nominais na economia privada (exclusive agricultura): por exemplo, um indicador utilizado, o *hourly earnings index*, registra um crescimento anual de 9,3% em 1980, 8,2% em 1981, 6,0% em 1982 e 3,7% em 1983 (esta última, a taxa mais reduzida desde 1967). Há

evidência de perdas reais de salário (de pelo menos 3,3% em um ano) para uma parcela expressiva das principais categorias sindicalizadas, sobretudo em 1982 e 1983.¹⁰⁸

De certa forma também a política monetária exibe um traço de continuidade. O afrouxamento monetário iniciado em meados de 1982 não seria mantido por muito tempo: em menos de um ano, na reunião do FOMC de 24 de maio de 1983, temeroso das consequências inflacionárias dos déficits orçamentários (ainda projetando um crescimento assustador) e do vigor que a recuperação começava a demonstrar, o Fed decide promover um ligeiro aperto monetário. Embora de dimensão modesta, o fato é que daí para a frente não se observariam quaisquer movimentos de flexibilização na condução da política monetária - ao contrário, o sentido seria o de reforçar uma orientação restritiva em 1984. Em consequência as taxas de juros voltam a subir a despeito da inflação se manter em um patamar inesperadamente baixo: a *federal funds rate*, por exemplo, passa para 9,5% a.a. durante o segundo semestre de 1983, 10% a.a. durante o primeiro semestre de 1984 e chega a ultrapassar 11% a.a. de junho a setembro de 1984. Coincidentemente

108. Para um exame do comportamento dos salários durante a desinflação da primeira metade da década de 80 ver Vroman (1984) e Mitchell (1985). Sobre o dólar forte como política de rendas ver a sugestiva análise de Galbraith (1989), p. 64/68. Minsky (1988) observa a respeito: "The Reagan Administration had an incomes policy. It had four facets: it accepted a long period of high unemployment rates, it welcomed imports, it kept the minimum wage constant, and it bashed unions. Breaking the air controllers strike was the key anti-inflationary act of the Reagan Administration. The second most important such act may have been the acceptance of the flood of imports. (Pushing the line that too high wages were the cause of the distress in the 'rust belt' facilitated that policy.)" (p. 61). Davidson (1984) também chama a atenção para o papel da "nineteenth-century type 'incomes policies' of Reagan and Volcker" e pondera: "But no one should have a vested interest in low inflation at the cost of high unemployment. What is required is a civilized incomes (production cost control) policy - for example, a tax-based incomes policy, or TIP, as advocated by Sidney Weintraub - not wage and price constraints induced by slack markets and high unemployment, low profits, and bankruptcies. With a civilized policy there would be no need for high interest rates to shield us from inflation." (p. 55). Na avaliação de um ex-chairman do CEA: "Although few people realized it at the time, one of the most important labor events in the past decade was the President's tough response to the illegal strike by the Professional Air Traffic Controllers (PACTO) in 1981. Firing the air traffic controllers was a difficult but decisive move that signaled a fundamental turn in American labor-management relations. (...) But the repercussions of the President's action extended to the private sector as well. The signal was strong and clear: this White House will not get involved in disputes between companies and unions. In most past administrations, the federal government put pressure on management to settle promptly with their unions, and the result was escalating wage settlements. Our high-cost steel industry, so beset by foreign competition, is a cogent example of the dangers and results of such government intervention. In contrast, a remarkable slowdown in labor demands has occurred since 1981." Weidenbaum (1988), p. 7. Para uma análise distinta, elaborada por outro ex-integrante do CEA de Reagan, ver Niskanen (1988), p. 191/196. Sobre a regulação do salário mínimo cabe notar que o Congresso estabeleceu em 1977 os seguintes valores para a hora de trabalho: \$ 2,65 em 1978, \$ 2,90 em 1979, \$ 3,10 em 1980 e \$ 3,35 em 1981. Até 1989 o salário mínimo não mais sofreria qualquer reajuste. Ver Congressional Digest, 68 (5), may 1989, p. 131/160.

a recuperação perde fôlego durante o segundo semestre de 1984. Em dezembro o Secretário do Tesouro dava declarações externando sua preocupação com a desaceleração da economia e sua crença de que o Fed estava praticando uma restrição monetária excessiva. Nada, entretanto, que lembrasse a conjuntura do início da década. Nem por isso algo de importância secundária. O *mix* monetário/fiscal continuava engendrando uma situação não sustentável por muito tempo. A valorização do dólar prosseguia, atingindo o seu pico em fevereiro de 1985, mantendo a pressão sobre o setor industrial. Enquanto a economia ingressava numa trajetória de crescimento moderado, dificultando a viabilização da proposta orçamentária do Executivo (como, aliás, se queixava o Secretário Regan em dezembro). O enfrentamento dos desequilíbrios orçamentário e externo, heranças da implementação da *reaganomics*, balizaria a definição da política econômica durante a segunda Administração Reagan.¹⁰⁹

Duas breves observações finais. Encerrada a primeira Administração Reagan, a participação da despesa total no PNB aumentara de 20,6% em 1980 (ou mesmo 22,1% em 1981)

109. Esse comportamento da política monetária é devidamente apreciado por Galbraith (1989) e Wolfson (1995). Sobre a reunião do FOMC de maio/1983 ver Paul Blustein, "How Federal Reserve Under Volcker Finally Slowed Down Inflation", *Wall Street Journal*, December 7, 1984. As declarações do Secretário do Tesouro encontram-se na matéria de Alan Murray, "Fed Should Further Ease Monetary Policy To Boost Sagging Economy, Regan Says", *Wall Street Journal*, December 7, 1984. Sobre o desempenho da economia são ilustrativas as matérias "The Recovery Will Keep Its Cool", *Fortune* July 22, 1985; "The Dollar Dampens The Profit Party", *Fortune* April 29, 1985. Dois artigos publicados no *Wall Street Journal* captam muito bem a reação despertada pela ação do Fed: "Sadly, in 1984 the Fed switched back to its old insular view of the American economy. Starting from an already overvalued level, the dollar again surprised the market by increasing strongly - mainly against European currencies. (...) Over the last few months of 1984, the Fed seems to have behaved perversely by allowing growth in U.S. M-1 to fall to less than 2% (measured on an annual basis) in the face of a sharply rising dollar and declining money growth abroad. Undoubtedly American monetary data are somewhat ambiguous: There is more than one definition of money, velocity is unstable and trends are hard to discern. However, the foreign exchanges did give a clear signal early in 1984 that the Fed was being too tight. By again failing to heed this signal, the Fed has likely brought an unnecessary downturn to the American economy in 1985. And this time a domestic recession (depression?) cannot be justified by any need to desinflation." Ronald I. McKinnon, "For an International Monetary Measure", *in* *Wall Street Journal*, December 12, 1984. "The truth is that, at the moment, there is only one economic policy maker in Washington and his name is Paul Volcker. We are now confronting a 'growth recession', or a non-growth recession, because Mr. Volcker has been persuaded by the Federal Reserve Board's economists that an annual rate of growth in gross national product higher than 3 1/2 is inflationary. So he and his colleagues find themselves trying to 'fine-tune' the growth of GNP - not the most absurd of monetary policies but fairly high on the list. The strength of the dollar, together with our high level of interest rates, is unequivocally declaring that the world wants and needs a more expansive monetary policy. If Mr. Volcker heeds this message from the markets, rather than listening to his economists, we can have several years of good economic growth ahead of us. If not, not." Irving Kristol, "An Automatic-Pilot Administration", *in* *Wall Street Journal*, December, 14, 1984.

para 23.1% em 1984 (24,0% em 1985). Isso se deveu basicamente ao comportamento dos gastos com a defesa (que aumentam sua participação de 5,0% em 1980 para 6,2% em 1984, atingindo um pico de 6,5% em 1986) e aos pagamentos de juros (1,7% em 1979, 2,0% em 1980, 3,0% em 1984 e uma participação máxima de 3,3% em 1985). As despesas não relacionadas com a defesa foram efetivamente penalizadas, tendo a sua participação reduzida de 9,5% em 1980 para 7,5% em 1984 (igual à participação observada nos primeiros anos 70). A participação da receita, por sua vez, declina continuamente, passando de 20,1% em 1981 para 18,1% em 1984 (esse movimento seria revertido durante a segunda Administração Reagan).¹¹⁰ Esses números falam por si mesmos: o Programa de fevereiro de 1981 de forma alguma antecipou o que ocorreria durante o período.

A retomada dos investimentos ocorreu, sem dúvida. É possível que o ERTA, incorporando o velho mecanismo da depreciação acelerada e do crédito fiscal de investimento, tenha desempenhado um papel favorável. Contudo, pelo menos um estudo criterioso da performance dos investimentos em 1983/1984 levantou muitas dúvidas a respeito.¹¹¹ Por outro lado, a recuperação (como apontado muito rapidamente acima) é compreensível a partir de uma lógica keynesiana implícita na operação concreta da política econômica de Reagan-Volcker. É difícil (para dizer o mínimo) reconhecer a *rationale supply-side* do Programa de fevereiro de 1981 como o pano de fundo do comportamento da economia em 1983/1984.

5. Uma visão de conjunto do período Reagan

O exame do movimento da política econômica durante a Administração Reagan permite concluir o seguinte:

- I. A eleição de Reagan levou a sua conclusão a reorientação numa linha conservadora da política econômica. A sua presidência seria caracterizada por uma utilização intensa de ideologias

110. Ver Minarik (1988). Todos esses dados se referem ao ano fiscal. Ver também a interessante análise da política fiscal de Reagan feita por Modigliani (1988), p. 407/412.

111. Ver Bosworth (1985).

conservadoras, manejadas com um ímpeto típico de quem se imagina estar conduzindo um processo de transformações profundas. Estas diziam respeito à redução do tamanho do Governo (síntetizado na participação de receita e despesa no PNB) e à contenção/proscrição de sua interferência sobre o setor privado (expressa em regulamentações e custos criados pela burocracia). Sua *rationale* última consistia na idéia de ativar os incentivos à economia privada que haviam definhado sob o peso do excesso de governo produzido pelas políticas econômicas equivocadas do passado. Essa perspectiva conferiu singularidade ao conservadorismo da presidência Reagan - não tanto devido à sua forma *supply-side* e sim em função do seu compromisso com a prosperidade capitalista (a ser perseguida durante o seu mandato e não remetida ao mítico longo prazo dos economistas conservadores). Em outras palavras, apesar de sua matriz político-ideológica ter sido o *goldwaterismo* dos anos 60, o conservadorismo de Reagan afastou-se do perfil tradicional de políticas de austeridade associado ao Partido Republicano.

Não se tratou de um mero exercício retórico (aliás, de alguém especialmente dotado para isso). O *tax cut*, consubstanciado no ERTA de 1981, foi, ao lado do fortalecimento da defesa nacional, uma efetiva prioridade do presidente. E o seu êxito na implementação do programa econômico em 1981, se não chegou a ser completo não distou muito disso: mesmo com algumas concessões para lograr a sua aprovação o *tax cut* alcançou uma magnitude substancial; apenas a redução das despesas não relacionadas à defesa afastou-se significativamente do pretendido (mas essa era uma área que despertava fortes divergências entre os integrantes do governo e que não constituía uma efetiva prioridade na agenda do presidente).

2. A especificidade da política econômica de Reagan tem a ver igualmente com o fato de que, embora priorizando o crescimento no curto prazo, uma efetiva redução da inflação (cuja responsabilidade era atribuída ao Fed) era também vista como um objetivo prioritário. A influência monetarista (inclusive sobre o presidente) pode ser reconhecida aqui: em 1981 (e inclusive no início de 1982) o exercício usual de *Fed-bashing* que se observou foi na linha de revelar preocupação com sinais de um crescimento excessivo da quantidade de moeda, captados numa base de curto prazo - com isso dando livre curso para a Autoridade Monetária

prosseguir a sua orientação fortemente restritiva da política monetária. O climax desse movimento ocorreu de maio de 1981 a junho de 1982, com a restrição monetária sendo mantida mesmo num cenário de taxas de inflação substancialmente moderadas. O Fed diferiu o mais que pôde a declaração de vitória contra a inflação - em parte, por certo, refletindo um *ethos* típico dos banqueiros centrais mais austeros, mas sobretudo devido ao seu desconforto (e alarma) em face da nova realidade orçamentária criada pela *reaganomics*.

3. O zelo anti-inflacionário do Fed tem um limite objetivo: o risco de crise financeira e depressão, tornando explícita a sua função maior de *lender of last resort*. A conjuntura de 1982 é exemplar nesse sentido, sendo essa a razão fundamental da flexibilização da política econômica durante o segundo semestre desse ano. Contudo, contornada a conjuntura crítica, o Fed retornaria a um curso restritivo em 1983-1984, mesmo tendo abandonado o monetarismo, não obstante a inflação tivesse deixado de ser um *issue* no debate político-econômico - mas o desequilíbrio fiscal prosseguia sem qualquer perspectiva de solução, semeando dúvidas acerca do real alcance da desinflação.

Assim o movimento da política econômica no período é mais bem contraditório, e não a aplicação consistente de um programa inicial. Tanto a política-monetária quanto a política fiscal exibem inflexões; no caso desta última, de 1982 a 1984 tende a predominar a influência da perspectiva tradicional da austeridade, despertada pela magnitude assumida pelo desequilíbrio orçamentário. Mas há um elemento de continuidade que não se observou no período Carter: a permanência do zelo anti-inflacionário do Fed e a recusa de Reagan em voltar atrás em suas prioridades iniciais em nome da responsabilidade fiscal. O seu resultado foi a permanência das altas taxas de juros e a continua valorização do dólar. Também neste caso é possível identificar uma divergência entre o Fed, mais pragmático, e o Tesouro, conduzido por monetaristas que rejeitavam o expediente das intervenções nos mercados de câmbio (as quais poderiam ter evitado uma valorização tão contundente). Da mesma forma o movimento da economia no período respondeu às ações da política econômica mas a sua lógica dificilmente é captada pela *rationale* suposta na ideologia da *reaganomics*.

CONCLUSÃO

Encerrado um longo percurso de reconstituição e análise do movimento da política econômica norte-americana ao longo do período 1977-1984 procederei a algumas reflexões de ordem geral ensejadas por meu trabalho de pesquisa e a uma sistematização de seus resultados. Elas dizem respeito a três questões, que sinalizam as hipóteses que nortearam minha investigação: 1) quais as influências decisivas (os fatores determinantes) no curso assumido pela política econômica; 2) a natureza essencialmente política do processo político-econômico; 3) o papel das idéias e doutrinas econômicas dominantes.

Em primeiro lugar devo deixar claro que, para mim, nenhuma economia nacional está imune às influências (para dizê-lo de forma branda) da economia internacional à qual está integrada. No caso dos Estados Unidos essa afirmação tem um sentido especial. Durante o último meio século os Estados Unidos foram o núcleo articulador da economia internacional: não somente pelo seu peso específico enquanto capitalismo mais avançado mas igualmente como expressão de um projeto político-ideológico de hegemonia desenvolvido no âmbito do Estado (e ancorado, por suposto, em uma constelação de interesses econômicos internacionalistas). Isso significa que, no caso norte-americano, as influências decorrentes da inserção internacional não são meramente reativas (digamos, de fora para dentro) mas acima de tudo são determinadas no próprio processo de formulação da política econômica, à medida em que esta reflete a influência daquele projeto internacionalista. Como é sabido uma dimensão fundamental da condição especial desfrutada pelos Estados Unidos na economia internacional do pós-guerra foi a circunstância de serem os emissores da moeda-chave do sistema monetário internacional. E não é de forma alguma circunstancial (ou acessório) que a crise manifestada durante as décadas de 70 e 80 tenha tido uma componente básica na dissolução do regime de Bretton Woods, alterando profundamente o marco institucional/internacional subjacente ao ciclo expansivo anterior e ao padrão de política econômica então consagrado. Quando se busca pensar o movimento da política econômica norte-

americana, tentando captar as determinações que a tornam inteligível ao observador, o fim do regime de Bretton Woods coloca algumas questões.

Durante a década de 70 a depreciação do dólar tornou-se parte da estratégia de política econômica norte-americana. E no âmbito do debate político-econômico doméstico desde então ela seria defendida por alguns economistas e, eventualmente, encampada por alguma Administração. A *rationale* utilizada destaca a sua influência positiva sobre o comportamento das exportações líquidas, dessa forma contribuindo para dar sustentação à expansão da produção e do emprego. Para essa perspectiva um dólar forte, como se observou no período 1980-1985, é daninho para a produção e o emprego, devendo ser evitado. Evidentemente na medida em que uma depreciação de fato resulte em crescimento das exportações líquidas, um *policy mix* que incorpore essa componente estará atendendo uma vasta coleção de interesses na economia: as atividades exportadoras, aquelas submetidas à concorrência das importações, os sindicatos. Alguns talvez a vejam como a fórmula para viabilizar uma política econômica mais arrojadamente expansiva no cenário de câmbio flutuante.¹

No período que examino neste trabalho, embora não houvesse uma manifestação explícita nesse sentido durante a Administração Carter, há indicações de que uma depreciação do dólar era no mínimo vista com bons olhos pelo Tesouro durante a sua fase inicial. Coincidentemente a política econômica nessa conjuntura esteve balizada predominantemente pelo objetivo de assegurar a continuidade de uma recuperação percebida como ainda não consolidada, exigindo um apoio ativo da política econômica de forma a obter uma aproximação gradual do estado de “alto emprego”. De qualquer forma, desejado ou não, um ciclo importante de depreciação do dólar ocorreu em 1977/1978.

Ocorre, entretanto, que no cenário pós-1973, de taxas flutuantes de câmbio, a dinâmica especulativa dos mercados internacionais fartamente irrigados de liquidez colocaria limites objetivos à execução desse tipo de política econômica. O seu aspecto essencial consiste no risco de instabilização descontrolada dos mercados de câmbio, acirrando as tensões e conflitos

1. Estou pensando nos desdobramentos pós-1985, que não contemplei neste trabalho, e nas discussões explícitas em torno da conveniência de uma depreciação contundente do dólar. Ver, por exemplo, Galbraith (1989), cap. 9, para uma firme defesa de uma depreciação do dólar da ordem de 30%, sobre os níveis vigentes em meados de 1987, como forma de engendrar um *export-led growth*.

com outros governos nacionais e, sobretudo, fazendo aflorar uma ameaça real à posição do dólar como moeda-chave. Essa situação independe da política econômica norte-americana perseguir deliberadamente um realinhamento cambial: uma política fiscal/monetária expansiva executada num marco nacional, fora de sintonia com as políticas econômicas dos demais capitalismos nacionais, está sujeita à mesma restrição.²

O movimento da política econômica durante a Administração Carter confirma o papel importante dessa determinação. Resumindo esquematicamente:

- 1º. Uma orientação expansiva da política econômica, nos moldes da tradição liberal-keynesiana consagrada na década de 60, foi claramente explicitada - e, a meu juízo, não se limitou a mera retórica, traduzindo-se em iniciativas da política fiscal (e em pressões para que o Fed mantivesse uma postura flexível na condução da política monetária).
- 2º. Um exercício de hegemonia (i.e., de enquadramento das políticas econômicas dos demais capitalismos avançados) foi intensamente perseguido, na tentativa de obter particularmente da Alemanha e do Japão uma harmonização de suas políticas econômicas que viabilizassem o objetivo norte-americano de aceleração do crescimento - seja pela sua contribuição direta, ao propiciar um crescimento das exportações dos Estados Unidos, seja por evitar um agravamento dos desequilíbrios de pagamentos na economia internacional (é plausível supor que, implicitamente, imaginava-se que dessa forma seria possível bloquear uma instabilização dos mercados de câmbio).
- 3º. Seja em resposta às dificuldades de colher resultados concretos através da "diplomacia macroeconômica", seja como expediente para acelerar a obtenção desses resultados, o

2. Como esclarece Miranda (1992) a propósito do comportamento dos mercados de câmbio: "... embora os resultados da balança comercial e da conta de capital sejam parâmetros fundamentais à determinação da taxa de câmbio, a internacionalização dos mercados financeiros, o nível crescente de liquidez mundial e o papel da especulação na reprodução da riqueza fizeram com que os valores correntes do câmbio não guardassem relação direta com os seus determinantes básicos. Desta forma, diante de cada 'novidade no mercado', ou de qualquer mudança de expectativas em relação aos *fundamentals* da economia internacional, ou da política econômica dos Estados Unidos, do Japão e da Alemanha, desencadeiam-se modificações na composição e no tamanho dos *portfolios* que afetam o curso corrente do câmbio." (p.364)

Tesouro norte-americano sinalizou sua posição favorável a um realinhamento cambial (de magnitude não explicitada, porém).

- 4º. O comportamento dos *fundamentals* e a dinâmica especulativa dos mercados deram margem a um movimento virulento de depreciação do dólar, engendrando uma situação na qual a ameaça de fuga do dólar e perda da sua condição de moeda-chave se tornaria um pesadelo real. Mesmo o segundo choque do petróleo refletiu em parte os efeitos da depreciação descontrolada do dólar, dado que os seus preços são denominados em dólar e, portanto, a riqueza dos países produtores é afetada pelos movimentos do valor real da moeda norte-americana. A política de negligência benigna seguida pelos Estados Unidos é fortemente criticada por seus parceiros, e especialmente pelo Bundesbank - da perspectiva dos banqueiros centrais da Europa os Estados Unidos deviam priorizar o enfrentamento da inflação, para isso requerendo-se a adoção da disciplina monetária (e austeridade fiscal).

Contudo, essa linha de análise não permite uma compreensão integral do movimento da política econômica norte-americana no período. Ela é indiscutivelmente relevante por descortinar uma lógica subjacente à política econômica que dificilmente acha-se explicitada no discurso de seus formuladores e executores. Além de ser especialmente sugestiva no caso de se examinar a política econômica norte-americana do prisma de suas implicações sobre a economia internacional. Mas seria um erro julgar que as determinações domésticas tenham uma importância secundária - como se trazê-las a lume implicasse estreitar a visão, negligenciando-se o papel da determinação originada no projeto imperial ou hegemônico dos Estados Unidos. Meu objetivo foi precisamente o de tentar mostrar como no período 1977-1984, distinguido por duas conjunturas exemplares de presença viva da determinação internacional (qual sejam, 1979 e 1982), o processo político-econômico obedeceu a uma riqueza maior de influências.

Isso pode ser observado já no início da Administração Carter. A recessão de 1974-1975, a mais forte do pós-guerra até então, viera à tona no momento em que Nixon e em seguida Ford executavam uma política de austeridade. Na primeira fase da recessão, até o final de 1974, a preocupação central da política econômica era a inflação em franca aceleração - e como o ex-*chairman* do CEA de Nixon reconheceu a posteriori, essa percepção da natureza da conjuntura

(ou seja, de que a crise residia na inflação - e não no esgotamento das condições estruturais de um ciclo longo de crescimento), ensejando a decisão de promover uma política fiscal/monetária restritivas, teve seu papel para tornar mais grave a recessão. O desempenho da economia em 1974-1976 - a memória recente de uma recessão de gravidade desconhecida pela nova geração, as desconfianças em relação à solidez da recuperação em andamento (essa era a percepção dominante no último trimestre de 1976), a persistência de um elevado desemprego (embora estivesse diminuindo), a inflação ainda presente num patamar historicamente elevado apesar da recessão experimentada - e a vitória do Partido Democrata nas eleições de 1976 permitiram uma reorientação da política econômica. Àquela altura, um observador diria que a crise decretara a falência do conservadorismo, incapaz de encaminhar uma resposta satisfatória aos problemas trazidos pela crise. A tentativa da Administração Carter de dar uma sobrevida ao keynesianismo, mesmo que numa modalidade muito mais acanhada do que o praticado no passado, reflete aquelas condições. O contraste com a política econômica conservadora (na forma então conhecida) é patente na medida em que os objetivos de sustentação (e mesmo aceleração) do crescimento e redução contínua do desemprego são os alvos prioritários: a redução da inflação, depreende-se, era uma meta subordinada, pois inserida numa perspectiva gradualista que, ademais, rejeitava explicitamente o recurso à política monetária restritiva (avaliada como inteiramente ineficaz).

Entretanto, a evolução da conjuntura se afastaria completamente do perfil imaginado pela política econômica de Carter. Por um lado, a inflação se acelera já em 1978, evoluindo em 1979-1980 para um patamar desconhecido há décadas. Quanto à pretendida aceleração sustentada do crescimento, ela seria suplantada pela realidade de uma economia tendendo à estagnação logo no início de 1979. Esses desdobramentos evidentemente iriam contribuir para disseminar a percepção de que a estratégia adotada por Carter era inepta para administrar a economia, tornando necessária uma correção de rumo. Embora os próprios economistas de Carter reconhecessem o papel desempenhado pela forte alta de alguns preços específicos (produtos agrícolas e energéticos) e igualmente pela depreciação do dólar na origem da aceleração inflacionária, tendeu a predominar o recurso à solução convencional fundada na austeridade fiscal e, sobretudo, na restrição monetária. O pacote de sustentação do dólar de novembro de 1978, combinando um aperto monetário imediato e o anúncio de que a próxima

proposta orçamentária incluiria uma expressiva redução do déficit fiscal, pode ser visto como a primeira manifestação de uma virada conservadora da política econômica. Mas as promessas de austeridade de Carter não eram percebidas como confiáveis pelos mercados; enquanto o Fed, comandado por um *chairman* contestado internamente (por membros do *Board* e presidentes regionais conhecidos pela sua posição inflexível no tratamento da inflação), era igualmente alvo de dúvidas quanto à sua real capacidade (e disposição) de conduzir a política monetária para o rumo “correto” na avaliação dos mercados. Note-se, porém, que a turbulência nos mercados de câmbio amainou durante o primeiro semestre de 1979, enquanto a inflação saltava de patamar e a economia estagnava. A reação da presidência - com vistas no calendário eleitoral e em face de uma situação que parecia estar minando as chances de reeleição - promovendo uma mudança na composição do gabinete e no comando do Fed - deflagrou novamente uma forte turbulência nos mercados de câmbio. É esse o pano de fundo da inflexão da política monetária de 6 de outubro de 1979.

É interessante que Paul Volcker, reconhecido como um banqueiro central comprometido obstinadamente com a estabilidade da moeda, fora anteriormente funcionário graduado do Tesouro e arquiteto da primeira fase de desvalorização do dólar. Ao instalar-se no Banco Central teria mudado de posição, fazendo, talvez, auto-crítica daquela experiência e assumido a defesa de um dólar forte? Vejo um aspecto comum em ambas as conjunturas, que ilumina o movimento verificado a partir de 1979: tratava-se de enfrentar uma situação de instabilização nos mercados de câmbio que colocava em risco a estabilidade da economia internacional (com os Estados Unidos, por suposto, recusando-se a abrir mão da hegemonia do dólar); o reconhecimento por parte de Volcker de que a política econômica (e particularmente a política monetária) deve obedecer uma disciplina ditada simultaneamente pela necessidade de estabilidade nos mercados de câmbio e no plano doméstico. Volcker queixa-se de que, no início da década de 70, o *chairman* do Fed, Arthur Burns, não tinha essa percepção, sugerindo (implicitamente) que a inflação descontrolada do final da década foi em última instância o preço pago pela recusa a aceitar aqueles imperativos da realidade econômica.³ É necessário reter que a

3. É ilustrativo o relato de Volcker (1992) da sua experiência de governo durante a crise de Bretton Woods. Enquanto o *chairman* do Fed, Arthur Burns, via o realinhamento cambial como forma de liberar a política monetária de qualquer injunção externa, Volcker defendia um endurecimento da política monetária (note-se,

novidade da conjuntura de 1978-1979 não residia apenas na instabilidade cambial e na fragilização da economia internacional: a aceleração inflacionária percebida com alarma, esvaziando a perspectiva gradualista até então adotada e impondo com urgência uma resposta, foi uma influência decisiva no movimento assumido pela política econômica. Insisto nesse ponto: não se trata de mera ideologia, de racionalização para efeitos de consumo doméstico, a verdade é que o temor da inflação, a percepção de que a inflação é intolerável (talvez não seja injusto dizer: que a inflação é a crise), dá força ao conservadorismo. A evolução da conjuntura econômica e política criou as condições para uma resposta político-econômica conservadora à crise. Esta, porém, em seu movimento concreto ao longo do período 1979-1984, vai se revestir de aspectos particulares, não observados em experimentos anteriores, nem tampouco previsíveis diretamente a partir do receituário contemplado nas doutrinas conservadoras. A sua compreensão exige que se dê a devida atenção àquele conjunto maior de influências determinantes da política econômica.

Meu exame da ação do Fed nesse período e sua justificativa nos depoimentos de Volcker me leva a sustentar a seguinte leitura. A mudança de comando verificada em meados de 1979 condensou a predominância de uma posição que implicava reverter a ordem de prioridades da política econômica de Carter. O Fed avaliava como literalmente insustentável um processo inflacionário como o observado no final da década de 70 - com a inflação evoluindo seguidamente de 6% a.a. para 8% para 13% (em alguns meses chegando a atingir uma taxa anualizada em torno de 16 a 17%). Não se admitia qualquer possibilidade de convivência com esse processo: as Autoridades Monetárias implicitamente projetavam uma via única marcada por um descontrole crescente. Nos mercados internacionais essa situação tendia a fragilizar a posição do dólar, exposto a uma crise de confiança; no plano doméstico os mercados, especialmente os financeiros, ao incorporarem expectativas inflacionárias tendiam a perenizar a inflação. Mesmo reconhecendo o papel desempenhado pelos choques de oferta e pela depreciação do dólar, o comportamento da expansão monetária nominal (numa linha acomodatória) era interpretado como um sinal de que o Banco Central vinha abdicando de cumprir sua função essencial. E mais: a reversão da conjuntura inflacionária exigia uma mudança das expectativas e, não menos importante, moderação nos

conjuntamente com uma depreciação do dólar) como imposição do papel internacional dos Estados Unidos e para enfrentar uma inflação doméstica começando a acelerar-se. Que dizer, então, da conjuntura de 1978/79, quando disseminou-se a percepção de uma inflação escapando ao controle?

reajustes de contratos, fundamentalmente os salários nominais. Como não se acredita na eficácia de uma política de rendas (seja por razões ideológicas, seja em função de uma avaliação crítica de experiências anteriores), o enfraquecimento dos mercados de trabalho é visto como passagem inevitável no caminho da desinflação.

Assim, a adoção do monetarismo em outubro de 1979 teve o seguinte sentido: 1^a) sinalizar aos mercados a disposição anti-inflacionária do Fed - este não tinha dúvidas, porém, de que levaria tempo para que os mercados se convencessem de sua firmeza de propósitos (ou de sua sustentação política para persegui-los); 2^a) o êxito nessa tarefa se expressaria na reversão das expectativas inflacionárias, captadas pelo comportamento das taxas de juros de longo prazo (enquanto estas não iniciassem um movimento consistente de queda, ainda que gradual, o Fed não poderia considerar encerrada a sua luta); 3^a) elevação nas taxas de juros de curto prazo até lograr a desinflação, a qual seria sinalizada não tanto pelo comportamento da inflação corrente e sim pelo comportamento das taxas de juros de longo prazo e dos reajustes salariais: a expectativa do Fed (não explicitada) era de que a alta dos juros provavelmente teria de ser muito forte, dadas as circunstâncias; 4^a) a alta dos juros era igualmente um expediente para acalmar os mercados de câmbio: abrindo um diferencial expressivo de juros com o resto do mundo e influenciando sobre as expectativas. Note-se que, tal era o zelo anti-inflacionário do Fed sob o comando de Volcker que, no desdobramento da conjuntura, não obstante desde meados de 1980 a turbulência cambial tivesse sido controlada (e a hegemonia do dólar reafirmada) a política monetária restritiva foi reforçada em 1981 e durante o primeiro semestre de 1982 ou, ainda, retomada em 1983/1984. A meu juízo, esse movimento não é diretamente inteligível simplesmente evocando-se a determinação correspondente ao projeto hegemônico - ou a partir da *rationale* "objetiva" correspondente à funcionalidade da política econômica na solução da crise estrutural (ou, mais especificamente, a partir da sua funcionalidade para restaurar, no plano doméstico, a lucratividade do capital). Em outras palavras, o movimento concreto da política econômica pós-outubro/1979, em especial no período 1981-1984, não estava antecipadamente determinado pela decisão de restaurar a hegemonia do dólar, nem foi a sua consequência necessária.

O fator decisivo, que explica a forma concreta assumida pela política econômica nesse período, foi a circunstância da Administração Reagan ter dado pleno suporte à luta anti-

inflacionária levada a cabo pelo Fed - a partir de uma perspectiva rigidamente monetarista, que não era compartilhada pela Autoridade Monetária (mas que resultou em livre curso para a aplicação de uma restrição monetária muito forte e por um tempo prolongado) -, enquanto, paradoxalmente, engajava-se numa política fiscal desconcertante vista da perspectiva conservadora. Com efeito, a despeito da retórica de Reagan, acusando o “descalabro” fiscal produzido pelos Democratas e defendendo um orçamento equilibrado a ser obtido ao longo do tempo, as suas reais prioridades eram na verdade incompatíveis com a obtenção desse resultado. E isso não se explica simplesmente pela prioridade conferida à defesa (cujos gastos acumulados no período fiscal 1981-1984 implicaram um aumento de sua participação no PNB da ordem de 1,2%) - a qual evidentemente reflete outro aspecto do projeto hegemônico norte-americano -, mas igualmente pela magnitude do *tax cut* promovido no período, o qual foi responsável por uma sensível reversão na tendência até então observada no comportamento da receita (a sua participação no PNB declina cerca de 2% de 1981 para 1984). Note-se que a componente principal do *tax cut*, em termos de seu impacto sobre a receita, foi a redução escalonada do imposto de renda individual realizada de outubro de 1981 a julho de 1983 - que Reagan insistiu em manter integralmente em meio a pressões contrárias inclusive de parte de sua equipe. Assim, já em 1981 desaparecia por completo qualquer horizonte crível de orçamento equilibrado futuro - despertando apreensão no Congresso, alarma no Fed e incerteza nos mercados. Uma evidente tensão entre os três núcleos formuladores da política econômica (o Executivo, o Congresso e o Fed) perpassa todo o período. Há evidência persuasiva de que o Fed era crítico da política fiscal de Reagan. Criado o cenário de desequilíbrios fiscais prospectivos, a percepção dominante foi de que isso seria fator gerador de expectativas inflacionárias futuras - o comportamento das taxas de juros de longo prazo parecia confirmá-lo. Daí a profundidade e duração do aperto monetário (engendrando como sub-produto o “*super-dólar*”, tanto mais que o Tesouro era conduzido pelos monetaristas, refratários a intervenções “espúrias” nos mercados de câmbio). E um pouco mais à frente, com a recuperação em plena marcha e a inflação já substancialmente reduzida, os avanços insuficientes na área fiscal visando reverter os desequilíbrios orçamentários e o temor de que a desinflação pudesse terminar se revelando meramente transitória determinaram uma prematura inflexão da política monetária, retornando a um curso restritivo a partir de maio de 1983 (porém não mais seguindo um enfoque monetarista). Convém lembrar, entretanto, que a conjuntura de

1982 deixa claro que a perspectiva anti-inflacionária do Fed tem um limite objetivo dado pelo risco de crise financeira doméstica e internacional e o grau de profundidade atingido pela recessão, momento em que a sua função de *lender of last resort* se sobrepõe à função de guardião da estabilidade da moeda.

Um outro aspecto subjacente ao movimento da política econômica diz respeito à sua natureza essencialmente política. Num plano mais geral isso significa que as diferentes prioridades associadas a diferentes políticas econômicas refletem um atendimento diferenciado dos interesses dos diversos grupos sociais e frações capitalistas e, portanto, diferentes bases de sustentação política. A alternativa seguida inicialmente pela Administração Carter, sintetizada nos objetivos de aceleração do crescimento e redução progressiva do desemprego e na sua rejeição do enfoque ortodoxo para o enfrentamento da inflação, evidentemente representou uma tentativa de gestão da economia contemplando preferencialmente os interesses das frações capitalistas da esfera produtiva e dos trabalhadores. A gestão anterior a Carter, com sua prioridade anti-inflacionária e enfoque de austeridade, expressava uma mediação de interesses distinta. Da mesma forma a política monetária pós-1979, perseguindo uma baixa inflação e provocando uma alta dos juros e do câmbio, beneficiou preferencialmente os detentores de riqueza financeira, os bancos e as frações empresariais internacionalizadas.⁴

Creio que o caráter político da ação político-econômica é parte da explicação para o fracasso da política econômica de Carter e a conseqüente virada conservadora. É certo que o cenário internacional pós Bretton Woods colocava limites econômicos objetivos à eficácia daquele padrão de política econômica. Mas não deve ser esquecido que uma iniciativa mais sólida na arena internacional esbarrava, em última instância, na dificuldade de articular os interesses divergentes externa e internamente. A diplomacia macroeconômica ilustra as dificuldades de articulação externa. Por outro lado, as alternativas diante de uma conjuntura em deterioração (ou mesmo, e talvez mais importante, medidas iniciais visando impedir o surgimento desse quadro) esbarravam

4. É fora de dúvida que a política econômica pós-1979 se fez em detrimento dos trabalhadores. Quanto às frações empresariais industriais é necessário cuidado para não incidir em conclusões apressadas: sob a pressão da concorrência externa uma parte da indústria beneficiou-se do dólar forte para modernizar-se, importando equipamentos. Esse ponto, freqüentemente negligenciado na literatura sobre o período, é devidamente apreciado por Tavares (1985).

na dificuldade de compor interesses (ou cooptar os interesses contrários). Assim, se é verdade que, no plano doméstico, a incapacidade de manter a inflação sob controle corroeu a base de sustentação da política econômica de Carter, por que razão medidas complementares nessa área não foram implementadas de imediato? Para os economistas da síntese neoclássica (e alguns liberais mais heterodoxos) Carter falhou ao não adotar alguma forma de política de rendas. Não tenho condições para aprofundar essa questão (posto que delimitei meu objeto de estudo na compreensão do movimento da política econômica e não na reflexão sobre eventuais alternativas). Julgo, porém, que essa observação não deve ser vista com suspeição apressada. É verdade que aqueles que falam em política de rendas têm freqüentemente uma visão da inflação em termos convencionais de excesso de demanda/custos salariais crescentes. Além do que a crítica da ausência de uma política de rendas pode deslocar a atenção do principal, que é o caráter estrutural da crise do capitalismo na década de 70. Nada disso, porém, deve levar ao desconhecimento de que ao permitir a aceleração da inflação doméstica, a presidência Carter perderia as condições políticas de prosseguir implementando, não tanto uma política keynesiana fora de época, mas em última instância uma política econômica preocupada prioritariamente com a produção e o emprego. É claro que em 1979 (ou em 1980) restava a possibilidade de adoção, ainda que tardia, de controles de salários e preços - ao invés de enveredar pelo caminho da austeridade. O caráter político do processo político-econômico ilumina o porquê da passividade da Administração Carter diante da inflação. Uma experiência recente de controles de salários e preços (durante a Administração Nixon) muito criticada despertava reticências quanto à utilização desse recurso; a oposição das frações capitalistas à imposição de controles era crescente; e, dado o comportamento dos mercados financeiros e de câmbio (que poderiam apostar na ineficácia desse tipo de ação, formando expectativas de alta da inflação e depreciação do dólar), provavelmente uma resposta nessa linha embutia a perspectiva de controles mais amplos, esbarrando em oposição política ainda mais forte.⁵

5. Nell (1988) destaca bem esse ponto com referência à estratégia liberal defendida pelo Senador Kennedy no final da década e derrotada pela dominância conservadora no Partido Democrata. A internacionalização bancária e produtiva criou interesses capitalistas frontalmente contrários a propostas de controles sobre os movimentos internacionais de capitais.

Da mesma forma a “irresponsabilidade fiscal” do período Reagan não se deveu a circunstâncias imprevistas ou à incompetência de seus *policy-makers*. O *tax cut*, na sua componente relativa à taxação sobre o capital, foi o resultado de um longo trabalho de frações empresariais que advogavam essa medida na qualidade de incentivo à formação de capital, constituindo uma sólida base de apoio no Congresso e, por fim, incorporando-se abertamente à campanha presidencial de Reagan. Enquanto no caso do corte do imposto de renda individual (uma proposta germinada no Congresso), é evidente o seu apelo eleitoral ao beneficiar a classe média - mesmo que, no fundo, os maiores beneficiários fossem os estratos de renda alta (o que permitiu aos críticos caracterizarem corrosivamente o programa de Reagan como *trickle-down economics*). E até mesmo a dinâmica da política eleitoral teve o seu papel, como se depreende do fato de Reagan ter recusado seguidamente as pressões da maioria de seus conselheiros e da bancada Republicana no Senado para voltar atrás na sua implementação (o que poderia ter sido feito simplesmente adiando a segunda ou terceira fase do programa). Reagan apostou que o estrago eleitoral de um recuo nessa área seria maior que o decorrente de um ato de heresia em matéria orçamentária.

Até mesmo a política monetária - enquanto norteadada pelo objetivo anti-inflacionário - não é, a meu juízo, um assunto estritamente técnico (ou uma questão de boa versus má teoria econômica subjacente). Os detentores de riqueza financeira são evidentemente os maiores beneficiários de uma política monetária como a aplicada pós-1979 - e sua pressão sobre a política econômica se exerce através das expectativas reveladas pelo mercado. Por que razão “tecnicamente” uma alternativa gradualista conferindo prioridade ao nível de produção e emprego não seria viável?

Destacar o caráter político do processo político-econômico implica atribuir um papel limitado ao debate doutrinário no movimento da política econômica.⁶ É verdade que durante a década de 70 observa-se a dissolução do “consenso keynesiano”, enquanto a reflexão conservadora ganha prestígio e influência. A sua função, entretanto, foi mais a de racionalizar

6. Como observa Miranda, a política econômica “... muito embora influenciada pelos debates entre os economistas, revela-se mais pragmática e, por isso, mais política do que quaisquer esquemas teórico-formais por eles desenvolvidos.” Miranda (1992), p. 356.

respostas que, independentemente do debate doutrinário, os fatores determinantes de ordem econômica e política estavam apontando.

No caso da política monetária, a ação do Fed visou duas coisas: interromper o padrão de acomodação monetária imperante até então e elevar as taxas de juros. O monetarismo foi um expediente útil para fazê-lo, isentando a Autoridade Monetária de responsabilidade aparente pelas altas taxas de juros (pois estas expressavam a resposta do mercado) e mesmo ensejando uma comunicação melhor com os mercados acerca dos propósitos oficiais de disciplina monetária. No próprio âmbito da instituição é sabido que a influência monetarista existia mas sem dispor de qualquer peso decisivo: os governadores integrantes do *Board* eram todos refratários ao monetarismo, a partir do reconhecimento da impossibilidade de um controle estrito da quantidade de moeda. Os monetaristas estavam representados na Administração Reagan - e o próprio presidente, nos limites de sua compreensão da economia, tinha uma percepção da inflação como um fenômeno decorrente do descontrole monetário. Aqui é possível vislumbrar um papel desempenhado pela teoria: as pressões do presidente e seus monetaristas, vocalizadas sempre que a expansão monetária de curto prazo se mostrava excessiva, foram instrumentais para que Volcker pudesse prosseguir a sua política monetária de juros altos em 1981/82 apesar da recessão e desemprego crescentes (e com uma eleição no meio do caminho). Lembre-se que em 1980, ainda no início do experimento monetarista, o Fed a contragosto tivera de seguir a opção do recurso aos controles de crédito. Menos ainda é possível enxergar no período qualquer influência de uma tese monetarista acerca da importância maior da política monetária: na verdade, desde 1979 as manifestações de Volcker são inequívocas de que a disciplina monetária deveria ser acompanhada de austeridade fiscal, sob pena de dificultar a luta contra a inflação e incorrer em uma cota de sacrifícios intolerável para o setor privado.

Quanto à política fiscal de Reagan à primeira vista dir-se-ia que ela refletiu diretamente os recentes desenvolvimentos da teoria. Contudo, um exame mais atento revela que as desavenças internas à equipe de Reagan e no campo conservador foram de tal ordem e o rechaço da doutrina ofertista entre os conselheiros de maior calibre do Partido Republicano tão meridianamente cristalino que talvez seja mais apropriado referir-se a esse capítulo da política econômica norte-americana como um contra-exemplo: diante dos conselhos do *mainstream*

conservador de tão pouco atrativo eleitoral, Reagan preferiu apostar suas fichas na heterodoxia que o seu instinto político indicava ser uma alternativa dotada de maiores chances eleitorais. Convém não perder de vista que desde a década de 60 o corte de impostos era uma medida recorrentemente utilizada, fundada em uma *rationale* keynesiana (mais convincente, aliás). Na verdade, a inflação do período Carter, penalizando os contribuintes através do efeito *bracket creep*, foi muito mais importante para induzir um *tax cut* do que a celeuma criada pela doutrina ofertista.

BIBLIOGRAFIA

- ABELLERA, J. W. & LABRIE, R. P. - "Budgeting for Defense: The Original Reagan Five-Year Spending Program", in Wildavsky, A. & Boskin, M. J. (Edited by): *The Federal Budget: Economics and Politics*, San Francisco: Institute for Contemporary Studies.
- ADAMS, G. & GOLD, D. (1979) - "Carter's New Cold-War Coalition", in *The Nation*, February 17.
- AGLIETTA, M. (1979) - *Regulación y Crisis del Capitalismo, La Experiencia de los Estados Unidos*. Madrid: Siglo Veintiuno de España Editores S.A.
- AGLIETTA, M. (1982) - "World Capitalism in the Eighties", in *New Left Review*, nº 136.
- AGLIETTA, M. (1987) - *El Fin de las Divisas Clave. Ensayo sobre la Moneda Internacional*. Mexico: Siglo Veintiuno Editores S.A.
- AGLIETTA, M. e ORLÉAN, A. (1990) - *A Violência da Moeda*. São Paulo: Ed. Brasiliense.
- ALEXANDER, R. J. (1989) - "A Keynesian Defense of the Reagan Deficit: The Real Issue Is How Big Should Federal Budgets Be and How Should They Be Met", in *American Journal of Economics and Sociology*, vol. 48, nº 1.
- ALPEROVITZ, G. & FAUX, J. (1980) - "Needed: Wage-Price Controls", in *The Nation*, November 29.
- ALPEROVITZ, G. & FAUX, J. (1984) - *Rebuilding America*. New York: Pantheon Books.
- ALT, J. E. (1991) - "Leaning into the Wind or Ducking out of the Storm? U. S. Monetary Policy in the 1980s", in Alesina, A. & Carliner, G. (Edited by), *Politics and Economics in the Eighties*, Chicago: The University of Chicago Press.
- ALTVATER, E. & HUEBNER, K. (1989) - "The End of the U.S. American Empire? Monetary and Real Aspects of the United States' Hegemonial Crisis", in Vaeth, W. (Ed.), *Political Regulation in the "Great Crisis"*, Berlin: Ed. Sigma.
- ALTVATER, E. (1979) - "La política del capital", in *Cuadernos Políticos* nº 22. Mexico: Eds. Era.

- ALTVATER, E. (1982) - "El nada discreto encanto de la contrarrevolución neoliberal", in *Revista Mexicana de Sociología*, Año XLIV, nº 3, Mexico.
- ALTVATER, E. (1991) - "Fordismo y posfordismo, división internacional del trabajo y régimen monetario", in Lander, L. E. & Sonntag, H. R. (Editores), *Universalismo & Desarrollo*, Caracas: Editorial Nueva Sociedad.
- ALTVATER, E., HUEBNER, K. & STANGER, M. (1986) - "The End of the Keynesian Consensus", in Jacobi, O. et alii (Edited by), *Economic Crisis, Trade Unions and the State*, Kent (G.B.): Croom Helm.
- AMOTT, T. (1984) - "The Politics of Reaganomics", in Nell, E. J. (ed.), *Free Market Conservatism. A Critique of Theory & Practice*. London: George Allen & Unwin (Publishers) Ltd.
- ANDERSON, M. (1984) - "The Objectives of the Reagan Administration's Social Welfare Policy", in Bawden, D. L. (Edited by): *The Social Contract Revisited*, Washington: The Urban Institute Press.
- ANDERSON, P., FROEBEL, F., HEINRICHS, J. & KREYE, O. (1987) - "On Some Postulates of an Anti-Systemic Policy", in *Dialectical Anthropology* nº 12, Dordrecht (The Netherlands): Martinus Nijhoff Publishers.
- ARONOWITZ, S. (1982) - "El movimiento sindical y la izquierda en Estados Unidos", in *Cuadernos Semestrales* nº 11, Mexico: CIDE.
- ARRIGHI, G. & SILVER, B. J. (1983) - "Movimiento obrero y migración de capital: Estados Unidos y Europa occidental desde la perspectiva de la historia mundial", in *Zona Abierta* nº 29, Madrid: Siglo XXI de España Editores.
- ARRIGHI, G. (1978) - "Towards a Theory of Capitalist Crisis", in *New Left Review* nº 111.
- ARRIGHI, G. (1991) - "Las tres hegemonias del capitalismo histórico", in Lander, L. E. & Sonntag, H. R. (Editores), *Universalismo & Desarrollo*, Caracas: Editorial Nueva Sociedad.
- ARRIGHI, G. (1996) - *O Longo Século XX*. Rio de Janeiro: Contraponto/Editora Unesp.
- ASIMAKOPOULOS, A. (1983) - "A Kaleckian Profits Equation and the United States Economy, 1950-82". in *Metroeconomica*, vol. XXXV, Fasc. I-II, Febbraio-Giugno, Bologna.

- ASIMAKOPOULOS, A. (1987) - "Kalecki on the Determinants of Profits", in Fink, G., Poell, G. & Riese, M. (Edited by): *Economic Theory, Political Power and Social Justice. Festschrift Kazimierz Laski*, Wien: Springer-Verlag.
- ASIMAKOPOULOS, A. (1988) - "Kalecki and the Determinants of Profits: United States Profits in the Reagan Years", may, mimeo. (Paper prepared for the University of Tennessee International Workshop in Post Keynesian Economics - from June 26 through July 3.)
- ASSMANN, H. (editor) (1979) - *A Trilateral. Nova Fase do Capitalismo Mundial*. Petrópolis, Vozes.
- AUERBACH, A. J. (1982) - "Whither The Corporate Tax?: Reform After ACRS", in National Tax Journal. vol. XXXV, nº 3, September.
- AXILROD, S. H. (1983) - "Monetary Policy, Money Supply, and the Federal Reserve's Operating Procedures", in Meek, P. (ed.): *Central Bank Views on Monetary Targeting*, The Federal Reserve Bank of New York.
- BARAN, P. & SWEETZY, P. (1966) - *Capitalismo Monopolista*. Rio de Janeiro: Zahar Editores.
- BARBERA, A. J. (1987) - "Inflation, tax rules, and investment: some additional evidence", in Journal of Post Keynesian Economics, Vol. IX, nº 3, Spring.
- BARRETT, L. I. (1983) - *Gambling With History. Reagan in the White House*. New York: Doubleday & Co.
- BARRO, R. E. (1987) - *Macroeconomics*. 2nd edition, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- BARRO, R. E. (1996) - *Getting It Right. Markets and Choices in a Free Society*. Cambridge: The MIT Press.
- BARRO, R. J. (1985) - "I titoli di stato sono ricchezza netta?", in Marconi, M. (A cura di), *La stagflazione*, Bologna: il Mulino.
- BARRO, R. J. (1989) - "The Ricardian Approach to Budget Deficits", in Journal of Economic Perspectives vol. 3, nº 2.
- BARTEL, R. D. (1995-96) - "Federal Reserve independence and the people's quest for full employment and price stability", in Journal of Post Keynesian Economics, vol. 18, nº 2, Winter.
- BARTELS, A. H. (1985) - "Volcker's Revolution at the Fed", in Challenge, September-October.

- BARTH, J. R. & CORDES, J. J. (1982) - "Industrial Impacts of the 1981 Business Tax Cuts", in *Economic Review*, May, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- BARTH, J. R. (1981a) - "The Reagan Program For Economic Recovery: Economic Rationale (A Primer on Supply-Side Economics)", in *Economic Review*, September, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- BARTH, J. R. (1981b) - "The Reagan Program For Economic Recovery: An Historical Perspective", in *Economic Review*, October, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- BECK, N. (1984) - "Domestic Political Sources of American Monetary Policy: 1955-82", in *Journal of Politics*, August.
- BECK, N. (1987) - "Presidential Influence on the Federal Reserve in the 1970s", in Peretz, P. (ed.): *The Politics of American Economic Policy Making*. New York: M. E. Sharpe, Inc.
- BECK, N. (1988) - "Politics and Monetary Policy", in Willet, T. D. (Edited by), *Political Business Cycles. The Political Economy of Money, Inflation, and Unemployment*, Durham and London: Duke University Press.
- BECK, P. A. (1988) - "Incomplete Realignment: The Reagan Legacy for Parties and Elections", in Jones, C. O. (Editor), *The Reagan Legacy. Promise and Performance*, Chatham (New Jersey): Chathan House Publishers, Inc.
- BERGSTEN, F. (1988) - *American in the World Economy. A Strategy for the 1990s*. Washington: Institute for International Economics.
- BERNHEIM, B. D. (1989) - "A Neoclassical Perspective on Budget Deficits", in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n° 2, Spring.
- BERNSTEIN, M. A. (1994) - "Understanding American economic decline: the contours of the late-twentieth-century experience", in Bernstein, M. A. & Adler, D. E. (Edited by), *Understanding American Economic Decline*, Cambridge University Press.
- BILLAUDOT, B. & GAURON, A. (1987) - *Crecimiento y crisis. Hacia un nuevo crecimiento*. Madrid: Siglo Veintiuno de España Editores S.A.
- BLACK, S. (1984) - "Monetary Targeting: Issues and Alternatives", in Hewlett, S., Kaufman, H. & Kenen, P. (Edited by), *The Global Repercussions of U. S. Monetary and Fiscal Policy*. Cambridge (Massachusetts): Ballinger Publishing Co.

- BLANCHARD, O. & Dornbusch, R. (1989) - "The US Economy in the 1980's and Beyond", in *Rivista di Politica Economica*, April.
- BLANCHARD, O. & SUMMERS, L. H. (1984) - "Perspectives on High World Real Interest Rates", in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- BLANCHARD, O. (1987) - "Reaganomics", in *Economic Policy*, October, Cambridge University Press.
- BLECKER, R. A. (1994) - "The new economic stagnation and the contradictions of economic policy making", in Bernstein, M. A. & Adler, D. E. (Edited by), *Understanding American Economic Decline*, Cambridge University Press.
- BLINDER, A. S. & DEATON, A. (1985) - "Time Series Consumption Function Revisited", in *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 16, nº 2.
- BLOCK, F. (1984) - "The Myth of Reindustrialization", in *Socialist Review* nº 73.
- BLUESTONE, B. & HAVENS, J. (1986) - "The microeconomic impacts of macroeconomic fiscal policy 1981-1985", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. VIII, nº 4, Summer.
- BLUMENTHAL, M. (1978) - "Steering in Crowded Waters", in *Foreign Affairs*, vol. 56, nº 4, July.
- BLUMENTHAL, S. (1986) - *The Rise of the Counter-Establishment. From Conservative Ideology to Political Power*. New York: Harper & Row, Publishers.
- BORÓN, A. (1981) - "La crisis norteamericana y la racionalidad neoconservadora", in *Cuadernos Semestrales* nº 9, México, CIDE.
- BOSKIN, M. J. (1982) - "Assessing the Appropriate Role of Government in the Economy", in Wildavsky, A. & Boskin, M. J. (Edited by): *The Federal Budget: Economics and Politics*, San Francisco: Institute for Contemporary Studies.
- BOSKIN, M. J. (1987) - *Reagan and the U. S. Economy. The Successes, Failures, and Unfinished Agenda*. San Francisco: International Center for Economic Growth.
- BOSKIN, M. J. (1988) - "Concepts and Measures of Federal Deficits and Debt and Their Impact on Economic Activity", in Arrow, K. J. & Boskin, M. J. (Edited by): *The Economics of Public Debt*. Macmillan.

- BOSWORTH, B. P. (1985) - "Taxes and the Investment Recovery", *in* Brookings Papers on Economic Activity, 1.
- BOUZAS, R. (1981) - "La política económica del gobierno republicano: contenidos, obstáculos y perspectivas", *in* Cuadernos Semestrales nº 9, Mexico: CIDE.
- BOUZAS, R. (1984a) - "Algunas reflexiones sobre la crisis y el papel del Estado en la economía norteamericana", *in* Maira, L. (Selección de): *Estados Unidos. Una Visión Latinoamericana*, Mexico, Fondo de Cultura Económica.
- BOUZAS, R. (1984b) - "Algunas reflexiones en torno del significado de los experimentos monetaristas en la Gran Bretaña y los Estados Unidos", *in* Maira, L. (Selección de): *Estados Unidos. Una Visión Latinoamericana*, Mexico, Fondo de Cultura Económica.
- BOWLES, S. & GINTIS, H. (1982a) - "The Crisis of Liberal Democratic Capitalism: The Case of the United States", *in* Politics and Society, vol. 11, nº 1.
- BOWLES, S. (1982b) - "The Post-Keynesian Capital-Labor Stalemate", *in* Socialist Review nº 65.
- BOWLES, S., GORDON, D. & WEISSKOPF, T. (1989a) - "Business Ascendancy and Economic Impasse: A Structural Retrospective on Conservative Economics, 1979-87", *in* Journal of Economic Perspectives, vol. 3, nº 1, winter.
- BOWLES, S., GORDON, D. & WEISSKOPF, T. (1989b) - *La economía del despilfarro*. Madrid: Alianza Editorial.
- BRAGA, J. C. (1993) - "A Financeirização da Riqueza", *in* Economia e Sociedade, nº 2.
- BREAK, G. F. (1982) - "Government Spending Trends in the Postwar Period", *in* Wildavsky, A. & Boskin, M. J. (Edited by): *The Federal Budget: Economics and Politics*, San Francisco: Institute for Contemporary Studies.
- BRENNER, J. & BRENNER, R. (1981) - "Reagan, the Right and the Working Class", *in* Against the Current, vol. 1, nº 2, winter.
- BRENNER, R. & GLICK, M. (1991) - "The Regulation Approach: Theory and History", *in* New Left Review nº 188.
- BRENNER, R. (1986a) - "The Deep Roots of U. S. Economic Decline", *in* Against the Current, vol. 1, nº 2, (new series).

- BRENNER, R. (1986b) - "Political Effects of U. S. Economic Decline", in *Against the Current*, vol. 1., nº 3, (new series).
- BRENNER, R. (1988) - "Notes on the Crisis", in *Against the Current*, vol. II, nº 6 and vol. III, nº 1, (new series).
- BRIMMER, A. F. (1983) - "Monetary Policy and Economic Activity: Benefits and Costs of Monetarism", in *American Economic Review*, vol. 73, nº 2,, May.
- BRIMMER, A. F. & SINAI, A. (1986) - "The Monetary-Fiscal Policy Mix: Implications for the Short Run", in *American Economic Review*, vol. 76, nº 2,, May.
- BRINNER, R. E. & KLINE, K. J. (1985) - "A New Market Realism: Wage Moderation", in *Challenge*, September-October.
- BROCKWAY, G. P. (1995) - *Economists Can Be Bad For Your Health. Second Thoughts on the Dismal Science*. New York: W. W. Norton & Co.
- BRUNHOFF, S. (1985) - *Estado e Capital. Uma Análise da Política Econômica*. Rio de Janeiro: Forense-Universitária.
- BRUNHOFF, S. (1991) - *A Hora do Mercado. Crítica do Liberalismo*. São Paulo: Editora da Unesp.
- BRYANT, R.C. (1982) - "Federal Reserve Control of the Money Stock", in *Journal of Money, Credit, And Banking*, vol. 14, nº 4, November, Part 2.
- BRYANT, R.C. (1983) - *Controlling Money. The Federal Reserve and its Critics*. Washington: The Brookings Institution.
- BUITER, W. H. & TOBIN, J. (1985) - "Neutralità del debito pubblico: una breve analisi della dottrina e dell'evidenza empirica", in Marconi, M. (A cura di), *La stagflazione*, Bologna: il Mulino.
- BURNS, A. F. (1987) - "The Anguish of Central Banking", in Ciocca, P. (Edited by), *Money and the Economy: Central Bankers' Views*, Macmillan Press.
- CAGAN, P. (1986) - "Containing Inflation", in Cagan, P. (Editor): *Essays in Contemporary Economic Problems: The Impact of the Reagan Program*. Washington: American Enterprise Institute.

- CALLEO, D. (1978) - *"The German Problem Reconsidered. Germany and the World Order, 1870 to the Present.* Cambridge: Cambridge University Press.
- CALLEO, D. (1981) - "Inflation and American Power", *in* Foreign Affairs, Spring.
- CALLEO, D. (1982) - *The Imperious Economy.* Cambridge: Harvard University Press.
- CALLEO, D. (1987) - *"Beyond American Hegemony. The Future of the Western Alliance.* New York: Basic Books.
- CAMPEN, J. & MacEWAN, A. (1982) - "Crisis, Contradictions, and Conservative Controversies in Contemporary U.S. Capitalism", *in* URPE, vol. 14, nº 3, Fall.
- CAMPEN, J. (1981) - "Economic Crisis and Conservative Economic Policies. U.S. Capitalism in the 1980s", *in* Radical America vol. 15, nºs 1-2, Spring.
- CARNOY, M. (1983) - "Los Cambios en la Estructura del Capitalismo Americano (1945-1982)", *in* Zona Abierta 27: Madrid, Siglo Veintiuno de España Editores S.A.
- CARROLL, J. D., FRITSCHLER, A. L. & SMITH, B. (1985) - "Supply-Side Management in the Reagan Administration", *in* Public Administration Review, November/December.
- CARTER, J. (1976) - "La economía", *in* Cuadernos Semestrales nº 7, México: CIDE, 1º sem., 1980.
- CARTER, J. (1978) - "Informe Económico, 1978", *in* Cuadernos Semestrales nº 7, México: CIDE, 1º sem., 1980.
- CARTER, J. (1979) - "Informe Económico, 1979", *in* Cuadernos Semestrales nº 7, México: CIDE, 1º sem., 1980.
- CARTER, J. (1980) - "Informe Económico, 1980", *in* Cuadernos Semestrales nº 7, México: CIDE, 1º sem., 1980.
- CARVALHO, F. J. C. (1994) - "The Crowding out Debate: Old Barrels for Old Wine", *in* Economies et Sociétés, Série MP 9, janvier-février.
- CARVALHO, F. J. C. (1995/96) - "The independence of central banks: a critical assessment of the arguments", *in* Journal of Post Keynesian Economics. vol. 18, nº 2, Winter.
- CASTRO, A. B. (1979) - *O Capitalismo Ainda É Aquele.* Rio de Janeiro: Forense Universitária.

- CBO (1982) - *An Analysis of the President's Budgetary Proposals for Fiscal Year 1983*. Washington: Congressional Budget Office.
- CBO (1983) - *The Economic and Budget Outlook: An Update*. Washington: Congressional Budget Office.
- CBO (1984a) - *An Analysis of the President's Budgetary Proposals for Fiscal Year 1985*. Washington: Congressional Budget Office.
- CBO (1984b) - *The Economic and Budget Outlook: An Update*. Washington: Congressional Budget Office.
- CBO (1985a) - *An Analysis of the President's Budgetary Proposals for Fiscal Year 1986*. Washington: Congressional Budget Office.
- CBO (1985b) - *The Economic and Budget Outlook: An Update*. Washington: Congressional Budget Office.
- CBO (1987) - *The Economic and Budget Outlook: An Update*. Washington: Congressional Budget Office.
- CBO (1989) - *The Economic and Budget Outlook: Fiscal Years 1990-1994*. Washington: Congressional Budget Office.
- CEBULA, R. J. (1990) - "A Keynesian Defense of the Reagan Deficit: A Comment", in *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 49, nº 1, January.
- CHERNOMAS, R. (1987) - "Is Supply-Side Economics Rational for Capital?", in *Review of Radical Political Economics*, Vol. 19 (3).
- COHEN, J. & ROGERS, J. (1988) - "Reaganism After Reagan", in Miliband, R., Panitch, L. & Saville, J. (Edited by): *Socialist Register*. London: The Merlin Press.
- CONLAN, T. (1988) - *New Federalism. Intergovernmental Reform from Nixon to Reagan*. Washington: The Brookings Institution.
- COUTINHO, L. G. & BELLUZZO, L. G. M. (1982) - "Estado, Sistema Financeiro e Forma de Manifestação da Crise: 1929-1974", in Coutinho, R. & Belluzzo, L. G. M. (Orgs.): *Desenvolvimento Capitalista no Brasil. Ensaio sobre a Crise*. São Paulo: Brasiliense.

- COUTINHO, L. G. (1982) - "Percalços e Problemas da Economia Mundial Capitalista", in Coutinho, R. & Belluzzo, L. G. M. (Orgs.): *Desenvolvimento Capitalista no Brasil. Ensaio sobre a Crise*. São Paulo: Brasiliense.
- CQ (1981) - *President Reagan*. Washington: Congressional Quarterly Inc.
- CQ (1982a) - *Reagan's First Year*. Washington: Congressional Quarterly Inc.
- CQ (1982b) - *Budgeting For America. The Politics and Process of Federal Spending*. Washington: Congressional Quarterly Inc.
- CROTTY, J. R. & RAPPING, L. A. (1975) - "The 1975 Report of the President's Council of Economic Advisors: A Radical Critique", in *The American Economic Review*, vol. 65, nº 5, December.
- CROTTY, J. R. (1986) - "Marx, Keynes, and Minsky on the Instability of the Capitalist Growth Process and the Nature of Government Economic Policy", in Helburn, S. W. & Bramhall, D. F. (editors): *Marx, Schumpeter, Keynes. A Centenary Celebration of Dissent*. Armonk: M. E. Sharpe Inc.
- CROTTY, J. R. (1989) - "The Limits of Keynesian Macroeconomic Policy in the Age of the Global Marketplace", in MacEwan, A. & Tabb, W. K. (Edited by): *Instability and Change in the World Economy*, New York: Monthly Review Press.
- CROTTY, J. R. (1993) - "The Rise and Fall of the Keynesian Revolution in the Age of the Global Marketplace", in Epstein, G., Graham, J. & Nembhard, J. (Edited by): *Creating a New World Economy. Forces of Change and Plans for Action*, Philadelphia: Temple University Press.
- CUOMO COMMISSION ON TRADE AND COMPETITIVENESS (1988) - *The Cuomo Commission Report*. New York: Simon & Schuster, Inc.
- CURRIE, E., DUNN, R. & FOGARTY, D. (1980) - "The New Immiseration. Stagflation, Inequality, and the Working Class", in *Socialist Review*, nº 54, November-December.
- CYPHER, J. M. (1981) - "The Basic Economics of Rearming America", in *Monthly Review* vol. 33, nº 6, November.
- DAVIDSON, P. (1984) - "The Conventional Wisdom on Deficit is Wrong", in *Challenge*, November-December.

- DAVIDSON, P. (1988) - "A Post-Keynesian View of Theories and Causes for High Real Interest Rates", in Arestis, P. (Edited by): *New Approaches to Financial Modelling*, Hampshire: Edward Elgar.
- DAVIDSON, P. (1991) - *Controversies in Post Keynesian Economics*. Hampshire: Edward Elgar.
- DAVIDSON, P. (1994) - *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Hampshire: Edward Elgar.
- DAVIS, M. (1981) - "The New Right's Road to Power", in *New Left Review* nº 128.
- DAVIS, M. (1982a) - "El estéril matrimonio entre los sindicatos norteamericanos y el Partido Demócrata", in *Cuadernos Semestrales* nº 11, Mexico: CIDE.
- DAVIS, M. (1982b) - "The AFL-CIO's Second Century", in *New Left Review* nº 136.
- DAVIS, M. (1984) - "The Political Economy of Late-Imperial America" in *New Left Review* nº 143.
- DAVIS, M. (1985) - "Reaganomics' Magical Mystery Tour" in *New Left Review* nº 149.
- DESAL, M. (1989) - *El Monetarismo A Prueba*. Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- DESTLER, I. M. & MITSUYU, H. (1982) "Locomotives on Different Tracks: Macroeconomic Diplomacy, 1977-1979", in Destler, I. M. & Sato, H. (Edited by): *Coping with U. S. - Japanese Economic Conflicts*, Lexington: Lexington Books.
- DEWALD, W. G. (1983) - "Federal Deficits and Real Interest Rates: Theory and Evidence", in *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Atlanta), January.
- DEWALD, W. G. (1984) - "Deficits and Monetary Growth", in *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Atlanta), January.
- DICKENS, E. (1990) - "Financial Crises, Innovations and Federal Reserve Control of the Stock of Money", in *Contributions to Political Economy* nº 9.
- DICKENS, E. (1995) - "The Great Inflation and U. S. Monetary Policy in the Late 1960s: A Political Economic Approach", in *Social Concept*.
- DORNBUSCH, R. & FISCHER, S. (1990) - *Macroeconomics*. Fifth Edition, New York: McGraw-Hill Publishing Co.

- DORNBUSCH, R. (1980) - "Ajuste y Vigilancia Internacionales" (reproduzido de JEC: *The 1978 Midyear Review of the Economy*, parte 2), in Cuadernos Semestrales nº 7, CIDE: México.
- DORNBUSCH, R. (1986) - "Inflação, taxas de câmbio e estabilização", in Pesquisa e Planejamento Econômico vol. 16, nº 2.
- DORNBUSCH, R. (1990) - "The Dollar and the Adjustment Options", in Proceedings, vol. 37, nº 4 (The Academy of Political Sciences)
- DORNBUSCH, R. (1991) - "The United States in the World Economy", in Quarterly Review of Economics and Business, vol 31, nº 2, Summer.
- DOS SANTOS, T. (1992) - "El auge de la economía mundial 1983/1989. Los trucos del neoliberalismo", in Nueva Sociedad 117, enero/febrero, Caracas.
- DOS SANTOS, T. (1993) - *Economia Mundial, Integração Regional e Desenvolvimento Sustentável*. Petrópolis, Vozes.
- DOWD, D. (1993) - *U. S. Capitalist Development Since 1776. Of, By, and For Which People?*. Armonk: M. E. Sharpe.
- DUBOFF, R. (1977) - "Unemployment in the United States", in Monthly Review, vol. 29, nº 6, November.
- DUBOFF, R. B. (1989) - *Accumulation & Power. An Economic History of the United States*. Armonk: M. E. Sharpe.
- DYMSKI, G. & POLLIN, R. (1992) - "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm", in Fazzari, S. & Papadimitriou, D. B. (Editors), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, Armonk, M. E. Sharpe, Inc.
- EARLEY, J. & EVANS, G. (1982) - "The Problem Is Bank Liability Management", in Challenge, January-February.
- EDSALL, T. B. (1988) - "The Reagan Legacy", in Blumenthal, S. & Edsall, T. B. (Edited by): *The Reagan Legacy*, New York: Pantheon Books.
- EICHNER, A. S. (1988) - "The Reagan record: a Post Keynesian view", in Journal of Post Keynesian Economics, Vol X, nº 4, Summer.
- EISNER, R. (1986a) - *How Real Is the Federal Deficit?* New York: The Free Press.

- EISNER, R. (1986b) - "The Real Federal Deficit: What It Is, How It Matters, and What It Should Be", in *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 26, nº 4, Winter.
- EISNER, R. (1989) - "Budget Deficits: Rhetoric and Reality", in *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, nº 2, Spring.
- EISNER, R. (1994) - *The Misunderstood Economy: What Counts and How to Count It*. Boston: Harvard Business School Press.
- EMMINGER, O. (1979) - "The Exchange Rate as an Instrument of Policy", in *Lloyds Bank Review*, July.
- EPSTEIN, G. & SCHOR, J. (1990) - "Corporate Profitability as a Determinant of Restrictive Monetary Policy: Estimates for the Postwar United States", in Mayer, T. (ed.): *The Political Economy of American Monetary Policy*, New York: Cambridge University Press.
- EPSTEIN, G. (1981) - "Domestic Stagflation and Monetary Policy: The Federal Reserve and the Hidden Election", in Ferguson, T. & Rogers, J. (eds.): *The Hidden Election*, New York: Pantheon Books.
- EPSTEIN, G. (1982)- "Federal Reserve Politics and Monetary Instability", in Stone, A. & Harpham, E. J. (eds.): *The Political Economy of Public Policy*, Beverley Hills, Ca., Sage.
- EPSTEIN, G. (1985) - "The Triple Debt Crisis", in *World Policy Journal*, vol. 2/3.
- EPSTEIN, G. (1987) - "Federal Reserve Behavior and the Limits of Monetary Policy in the Current Economic Crisis", in Cherry, R. et alii (Edited by): *The Imperiled Economy. Book I*, New York: URPE.
- EPSTEIN, G. (1989) - "Financial Instability and the Structure of the International Monetary System", in MacEwan, A. & Tabb, W. K. (Edited by): *Instability and Change in the World Economy*, New York: Monthly Review Press.
- EPSTEIN, G. (1993) - "A Political Economy Model of Comparative Central Banking", in Dymski, G. & Pollin, R. (eds.): *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman Minsky*, Ann Arbor: University of Michigan Press.
- ERP (Diversos Anos) - *Economic Report of the President* (Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers): Washington: U. S. Government Printing Office.
- FAZZARI, S. & MINSKY, H. (1984) - "Domestic Monetary Policy: If Not Monetarism, What?", in *Journal of Economic Issues*, Vol. XVIII, nº 1, March.

- FED (1980-First) - *Federal Reserve's First Monetary Policy Report For 1980*. In Federal Reserve Bulletin March 1980.
- FED (1982-First) - Federal Reserve's First Monetary Policy Report For 1982. In Federal Reserve Bulletin, March.
- FELDSTEIN, M. - "The Council of Economic Advisers and Economic Advising in the United States", in *The Economic Journal*, 102, September.
- FELDSTEIN, M. (1992) - "The Budget and Trade Deficits Aren't Really Twins", in *Challenge*, March-April.
- FELDSTEIN, M. (ed.) (1988) - *International Economic Cooperation*. Chicago: The University of Chicago Press.
- FERGUSON, T. & ROGERS, J. (1979) - "The Knights of the Roundtable", in *The Nation* December 15.
- FERRAT, C. M. R. (1981) - "El impacto de la 'Crisis de Consenso' sobre la toma de decisiones en política exterior en Estados Unidos", in *Cuadernos Semestrales* nº 10, Mexico: CIDE.
- FERRAT, C. M. R. (1984) - "Interdependencia y trilateralismo: Orígenes de una estrategia", in Maira, L. (Selección de): *Estados Unidos. Una Visión Latinoamericana*. Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- FITOUSSI, J. P., LE CACHEUX, L., LECOINTE, F., VASSEUR, C. (1987) - "Tasas reales de interés y actividad económica. Un ensayo de interpretación teórica y de cuantificación empírica", in *Comércio Exterior*, vol. 37, nº 7, Julio: Mexico.
- FOSTER, J. B. (1984a) - "The Limits of U. S. Capitalism: Surplus Capacity and Capacity Surplus", in Foster, J. B. & SZLAJFER, H. (eds.): *The Faltering Economy. The Problem of Accumulation Under Monopoly Capitalism*, New York: Monthly Review Press.
- FOSTER, J. B. (1984b) - "Marxian Economics and the State", in Foster, J. B. & SZLAJFER, H. (eds.): *The Faltering Economy. The Problem of Accumulation Under Monopoly Capitalism*, New York: Monthly Review Press.
- FOSTER, J. B. (1986) - *The Theory of Monopoly Capitalism. An Elaboration of Marxian Political Economy*. New York: Monthly Review Press.
- FRANK, A. G. (1980a) - *Crisis: In the World Economy*. New York: Holmes & Meier.

- FRANK, A. G. (1980b) - "Development of Crisis and Crisis of Development", *in* Economic and Political Weekly, Vol. XV, nºs 5, 6 & 7, Annual Number. February.
- FRANK, A. G. (1982) - "After Reaganomics and Thatcherism, What? From Keynesian Demand Management via Supply-Side Economics to Corporate State Planning and 1984", *in* Theses Eleven nº 4.
- FRANK, A. G. (1983a) - "From Atlantic Alliance to Pan-European Entente: Political Economic Alternatives", *in* Alternatives. A Journal of World Policy, Vol. VII, nº 4, Spring.
- FRANK, A. G. (1983b) - "Unemployment and World Crisis of Economic Policy", *in* Economic and Political Weekly, May 28.
- FRANK, A. G. (1986) - "Is the Reagan Recovery Real or the Calm Before a Storm", *in* Economic and Political Weekly, Vol. XXI, nºs 21 e 22, May 24 e May 31.
- FRANK, A. G. (1987) - "Crash Course", *in* Economic and Political Weekly, November 14.
- FRANKEL, A. B. (1979) - "U. S. International Transactions in 1978", *in* Federal Reserve Bulletin, April.
- FRANKLIN, R. S. & WOLFE, A. (1983) - "La dialéctica del éxito económico y del fracaso político: el contraste entre las experiencias del New Deal y del período de la posguerra", *in* Cuadernos Semestrales nº 13, Mexico: CIDE.
- FRIEDEN, J. (1977) - "The Trilateral Commission: Economics And Politics In The 1970s", *in* Monthly Review. vol. 29, nº 7, December.
- FRIEDEN, J. (1983) - "Las finanzas internacionales y la economía norteamericana", *in* Cuadernos Semestrales nº 13, México: CIDE.
- FRIEDMAN, B. M. (1978) - "Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits", *in* Brookings Papers on Economic Activity, 3.
- FRIEDMAN, B. M. (1980) - "Postwar Changes in the American Financial Markets", *in* Feldstein, M. (Edited by): *The American Economy in Transition*, Chicago: The University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, B. M. (1982) - "Using a Credit Aggregate Target to Implement Monetary Policy in the Financial Environment of the Future", *in* Federal Reserve Bank of Kansas City (A Symposium Sponsored by): *Monetary Policy Issues in the 1980s*.

- FRIEDMAN, B. M. (1984) - "Lessons from the 1979-82 Monetarist Experiment", *in* American Economic Review, Vol. 74, nº 2, May.
- FRIEDMAN, B. M. (1985) - "Saving, Investment, and Government Deficits", *in* Scott, B. R. & Lodge, G. C. (Edited by): *U. S. Competitiveness in the World Economy*, Boston: Harvard Business Press.
- FRIEDMAN, B. M. (1988a) - "Monetary Policy Without Quantity Variables", *in* American Economic Review, Vol 78, nº 2, May.
- FRIEDMAN, B. M. (1988b) - *Day of Reckoning. The Consequences of American Economic Policy Under Reagan and After*. New York: Random House.
- FRIEDMAN, B. M. (1988c) - "Lessons on Monetary Policy from the 1980s", *in* Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, nº 3, Summer.
- FRIEDMAN, B. M. (1990) - "Implications of Increasing Corporate Indebtedness for Monetary Policy", Occasional Papers, nº 25, New York: Group of Thirty.
- FRIEDMAN, B. M. (1991) - "The Risks of Financial Crisis", *in* Feldstein, M. (Edited by): *The Risk of Economic Crisis*. Chicago: The University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, M. (1982) - "Monetary Policy. Theory and Practice", *in* Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 14 nº 1, February.
- FRIEDMAN, M. (1983) - "Monetary Policy for the 1980s". *in* Moore, J. H. (editor): *To Promote Prosperity. U. S. Domestic Policy in the Mid-1980s*. Stanford: Hoover Institution Press.
- FRIEDMAN, M. (1984) - "Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment", *in* American Economic Review, Vol. 74, nº 2, May.
- FRIEDMAN, M. (1985) - "Monetarism in Rhetoric and in Practice", *in* Ando, A. et alii (Edited by): *Monetary Policy in Our Times*. Cambridge: The MIT Press.
- FUJII, G. & VALENZUELA, J. (1992) - "La Economía de Estados Unidos: Tendencias y Algunos Problemas Básicos", *in* Investigación Económica 199, enero-marzo.
- GALBRAITH, J. K. & DARITY, JR., W. (1994) - *Macroeconomics*. Boston: Houghton Mifflin Co.

- GALBRAITH, J. K. (1981) - "La embestida conservadora", in *Revista Mexicana de Sociología* Año XLIII, E/81.
- GALBRAITH, J. K. (1983) - *Reaganomics: Meaning, Means, and Ends*. The Charles C. Moskowitz Memorial Lectures, New York: The Free Press.
- GALBRAITH, J. K. (1985) - "Reaganomics and Keynesianism in the Conduct of Fiscal Policy Under Reagan", mimeo. (Prepared for Delivery at the Western Economics Association, Anaheim, CA, July 2.)
- GALBRAITH, J. K. (1989) - *Balancing Acts. Technology, Finance and the America Future*. New York: Basic Books.
- GALBRAITH, J. K. (1994-95) - "John Maynard Nosferatu", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 17 nº 2, Winter.
- GARRETT, B. (1980) - "Triangular Relations and the Danger of War", in *Socialist Review*, Vol. 10, nº 4, July-August (nº 52).
- GARRISON, C. B. (1990) - "The Defect in Supply-Side Interpretations of the 1960s and 1980s", in *Journal of Economic Issues*, Vol. XXIV, nº 4, December.
- GLAZER, N. (1984) - "The Social Policy of the Reagan Administration", in Bawden, D. L. (Edited by): *The Social Contract Revisited*, Washington: The Urban Institute Press.
- GOLD, D. A. (1977) - "The Rise and Decline of the Keynesian Coalition", in *Kapitalistate* 6.
- GOODE, R. (Moderador) (1982) - "Roundtable Discussion: Where is our Tax Structure Going and Where Should it Go?", in *National Tax Journal*, Vol. XXXV, , nº 3, September.
- GOODHART, C. (1989) - "The Conduct of Monetary Policy", in *The Economic Journal*, 99, June.
- GORDON, R. J. (1980) - "Postwar Macroeconomics: The Evolution of Events and Ideas", in Feldstein, M. S. (ed.): *The American Economy in Transition*, Chicago: University of Chicago Press.
- GORDON, R. J. (1988) - "La política de estabilización de los Estados Unidos: lecciones del decenio pasado", in Harberger, A. C. (compilador): *El crecimiento económico en el mundo*, Mexico: Fondo de Cultura Económica.

- GRAMLICH, E. M. (1984) - "How Bad Are The Large Deficits?", in Mills, G. B. & Palmer, J. L. (Edited by): *Federal Budget Policy in the 1980s*, Washington: The Urban Institute Press.
- GREENSTEIN, F. I. (Edited by) (1983) - *The Reagan Presidency. An Early Assessment*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- GREIDER, W. (1982) - *The Education of David Stockman and Other Americans*, New York: E. P. Dutton, Inc.
- GREIDER, W. (1987) - *Secrets of the Temple. How the Federal Reserve Runs the Country*, New York: Simon and Schuster.
- GROVER, W. F. - *The President as Prisoner. A Structural Critique of the Carter and Reagan Years*, Albany: State University of New York Press.
- GUILLÉN, A. (1992) - "La Fase Deflacionaria de la Crisis y la Recesión Actual", in *Investigación Económica 199*, enero-marzo.
- GUTTMANN, R. (1989) - *Reforming Money and Finance. Institutions and Markets In Flux*, Armonk: M. E. Sharpe, Inc.
- GUTTMANN, R. (1990) - "The Regime of Credit-Money and Its Current Transition", in *Économies et Sociétés*, 24 (6).
- GUTTMANN, R. (1994) - *How Credit Money Shapes the Economy. The United States in a Global System*, Armonk: M. E. Sharpe, Inc.
- HADJIMICHALAKIS, M. G. (1984) - *The Federal Reserve, Money, And Interest Rates. The Volcker Years and Beyond*, New York: Praeger.
- HAGSTROM, J. (1988) - *Beyond Reagan. The New Landscape of American Politics*, New York: Penguin Books.
- HARTMAN, R. W. (1981) - "The Budget Outlook", in Pechman, J. A. (editor): *Setting National Priorities. The 1982 Budget*, Washington: The Brookings Institution.
- HARTMAN, R. W. (1982) - "Making Budget Decisions", in Pechman, J. A. (editor): *Setting National Priorities. The 1983 Budget*, Washington, The Brookings Institution.
- HECLO, H. (1984) - "Executive Budget Making", in Mills, G. B. & Palmer, J. L. (Edited by): *Federal Budget Policy in the 1980s*, Washington: The Urban Institute Press.

- HEEBNER, A. G. (1978) - "The Carter economics: a symposium", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 1, nº 1.
- HELLER, W. W. (1982) - "Assessing the Reagan Economic Program", in Fink, R. H. (Edited by): *Supply-Side Economics: A Critical Appraisal*, Aletheia Books.
- HENLEY, A. (1990) - *Wages and Profits in the Capitalist Economy*. Aldershot, Edward Elgar.
- HERBER, B. P. (1988) - "Federal Income Tax Reform in the United States: How Did It Happen? What Did It Do? Where Do We Go from Here?", in *American Journal of Economics and Sociology*, Vol. 47, nº 4, October.
- HETZEL, R. L. (1982) - "The October 1979 Regime of Monetary Control and the Behavior of the Money Supply in 1980", in *Journal of Money, Credit, And Banking*, Vol. 14, nº 2, May.
- HIBBS, JR., D. A. (1987) - *The American Political Economy. Macroeconomics and Electoral Politics*. Cambridge: Harvard University Press.
- HILL, R. C. (1978) - "Left with the Democrats? The Rise and Demise of a Full Employment Bill", in URPE: *U.S. Capitalism in Crisis*, New York.
- HOELSCHER, G. (1990) - "1979-1982: Rules Or Discretion In Monetary Policy?", in *Economic Inquiry*, Vol. XXVIII, nº 2, April.
- HOSLEY, J. D. & RADDOK, R. D. (1982) - "Industrial Production in Recession", in *Federal Reserve Bulletin*, November.
- HULTEN, C. R. & O'NEILL, J. A. (1982) - "Tax Policy", in Palmer, J. L. & Sawhill, I. V. (Editors): *The Reagan Experiment*, Washington: The Urban Institute Press.
- HUNTER, A. (1981) - "Entre bastidores: ideología y organización de la nueva derecha", in *Revista Mexicana de Sociología*, Año XLIII, E/81.
- INSULZA, J. M. (1981) - "Estados Unidos y el dilema de Europa", in *Cuadernos Semestrales* nº 9, Mexico: CIDE.
- IPPOLITO, D. S. (1990) - *Uncertain Legacies. Federal Budget Policy from Roosevelt through Reagan*. Charlottesville, University Press of Virginia.
- JEC (1979a) - *The 1979 Joint Economic Report*. Joint Economic Committee, Washington: U. S. Government Printing Office.

- JEC (1979b) - *Midyear Review of the Economy: the Outlook for 1979*, in Cuadernos Semestrales nº 7, Mexico: CIDE.
- JEC (1980a) - *The 1980 Joint Economic Report*. Joint Economic Committee, reproduzido in Cuadernos Semestrales nº 8, Mexico: CIDE.
- JEC (1980b) - *The President's New Anti-Inflation Program*. Hearings before the Joint Economic Committee, Washington: GPO.
- JEC (1980c) - *The 1980 Midyear Review of the Economy: The Recession and the Recovery*. Joint Economic Committee, Washington: GPO.
- JEC (1981) - *The 1981 Economic Report of the President. Hearings*. Washington: GPO.
- JENKINS, J. C. & ECKERT, C. M. (1989) - "The Corporate Elite, the New Conservative Policy Network, and Reaganomics", in *Critical Sociology*, Vol. 16, nº 2-3, Summer-Fall.
- JOHNSON, M. H. (1982) - "Are Monetarism and Supply-Side Economics Compatible?", in Fink, R. H. (Edited by): *Supply-Side Economics: A Critical Appraisal*. Aletheia Books.
- JONES, C. O (Editor) (1988) - *The Reagan Legacy. Promise and Performance*. Chatham: Chatham House Publishers, Inc.
- KANE, E. J. (1982) - "Selecting Monetary Targets in a Changing Financial Environment", in Federal Reserve Bank of Kansas City (A Symposium Sponsored by): *Monetary Policy Issues in the 1980s*.
- KAUFMAN, H. (1983) - "La urgencia de terminar con nuestra turbulencia económica y financiera", in Cuadernos Semestrales nº 13, Mexico: CIDE.
- KAUFMAN, H. (1986) - *Interest Rates, the Markets, and the New Financial World*. New York: Times Books.
- KAUFMANN, W. K. (1981) - "The Defense Budget", in Pechman, J. A. (editor): *Setting National Priorities. The 1982 Budget*, Washington: The Brookings Institution.
- KAUFMANN, W. K. (1982) - "The Defense Budget", in Pechman, J. A. (editor): *Setting National Priorities. The 1983 Budget*, Washington: The Brookings Institution.
- KAUFMANN, W. K. (1983) - "The Defense Budget", in Pechman, J. A. (editor): *Setting National Priorities. The 1984 Budget*, Washington: The Brookings Institution.

- KELEHER, R. E. (1982) - "Supply-Side Tax Policy", in *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, January,
- KETTL, D. F. (1986) - *Leadership At The FED*. New Haven: Yale University Press.
- KIEWIET, D. R. & RIVERS, D. (1985) - "The Economic Bases of Reagan's Appeal", in Chubb, J. E. & Peterson, P. E. (Edited by): *The New Direction in American Politics*, Washington: The Brookings Institution.
- KING, R. (1983) - "From Redistributive to Hegemonic Logic: The Transformation of American Tax Politics, 1894-1963", in *Politics and Society*, 12.
- KLOBY, J. (1987) - "The Growing Divide: Class Polarization in the 1980s", in *Monthly Review* Vol. 39, nº 4, September.
- KLOTEN, N., KETTERER, K. H. & VOLLMER, R. (1985) - "West Germany's Stabilization Performance", in Lindberg, L. N. & Maier, C. S. (Editors): *The Politics of Inflation and Economic Stagnation*, Washington: The Brookings Institution.
- KOLKO, J. (1975) - *Los EE. UU. Y la Crisis Mundial del Capitalismo*. Barcelona: Avance.
- KOLKO, J. (1988) - *Restructuring the World Economy*. New York: Pantheon Books.
- KORB, L. J. (1988) - "The Reagan Defense Budget and Program: The Buildup That Collapsed", in Boaz, D. (Edited by): *Assessing the Reagan Years*, Washington: Cato Institute.
- KOTLIKOFF, L. J. (1988) - "How Tight Was the Reagan Administration's First-Term Fiscal Policy?", in Boaz, D. (Edited by): *Assessing the Reagan Years*. Washington: Cato Institute.
- KRAUSE, L. A. (1991) - *Speculation and the Dollar. The Political Economy of Exchange Rates*. Boulder: Westview Press.
- KRIEGER, J. (1986) - *Reagan, Thatcher And The Politics of Decline*. New York: Oxford University Press.
- KRUGMAN, P. & BALDWIN, R. E. (1987) - "The Persistence of the U. S. Trade Deficit", in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- KRUGMAN, P. (1989) - *Exchange-Rate Instability*. Cambridge: The MIT Press.
- KRUGMAN, P. (1992) - *The Age of Diminished Expectations. U. S. Economic Policy in the 1990s*. Cambridge: The MIT Press.

- KRUGMAN, P. (1994) - *Peddling Prosperity. Economic Sense and Nonsense in the Age of Diminished Expectations*. New York: W. W. Norton & Company.
- KUTTNER, R. (1991) - *The End of Laissez-Faire*. New York: Alfred A. Knopf.
- LABINI, P. S. (1982) - "Prezzi, costi e profitti nell'industria manifatturiera: Italia e Giappone", in Fodella, G. (A cura di): *Giappone e Italia. Economie a Confronto*. Etas Libri.
- LAFFER, A. B. (1982) - "Government Exactions and Revenue Deficiencies", in Fink, R. H. (Edited by): *Supply-Side Economics: A Critical Appraisal*, Aletheia Books.
- LEKACHMAN, R. (1978) - "The Carter economics: a symposium", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 1, n° 1.
- LEKACHMAN, R. (1980) - "The Crash of 1980", in *The Nation* July 5.
- LEKACHMAN, R. (1988) - *Visions and Nightmares. America After Reagan*. New York: Macmillan Publishing Company.
- LEMANN, N. (1991) - "How the Seventies Changed America", in *American Heritage*, July/August.
- LEVINSON, M. (1988) - *Beyond Free Markets. The Revival of Activist Economics*. Lexington: Lexington Books.
- LEVY, F. (1988) - *Dollars and Dreams. The Changing American Income Distribution*. New York: W. W. Norton & Company.
- MacEWAN, A., (1981) - "International Economic Crisis and the Limits of Macropolicy", in *Socialist Review* 59 (Vol. 11, n° 5), September-October.
- MacEWAN, A., (1988) - "Comercio Internacional de Estados Unidos, Inestabilidad Económica y Luchas Políticas", in *Problemas del Desarrollo* 79.
- MacEWAN, A., (1991) - "Why the Emperor Can't Afford New Clothes: International Change and Fiscal Disorder in the United States", in *Monthly Review*, July-August.
- MacEWAN, A., (1992) - *Deuda y desorden. Inestabilidad económica internacional y ocaso del imperio estadounidense*. Mexico: Siglo Veintiuno Editores.
- MAGDOFF, H. & SWEEZY, P. M. (1978) - *O Fim da Prosperidade. A Economia Americana na Década de 1970*. Rio de Janeiro: Editora Campus.

- MAGDOFF, H. & SWEETZ, P. M. (1982) - *A Crise do Capitalismo Americano*. Rio de Janeiro: Zahar Editores.
- MAIRA, L. (1984) - "Nota preliminar sobre la influencia creciente del pensamiento de la nueva derecha norteamericana en la América Latina", in Maira, L. (Selección de): *Estados Unidos. Una Visión Latinoamericana*, Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- MAKIN, J. H. & ORNSTEIN, N. J. (1994) - *Debt And Taxes*. New York: Times Books (AEI).
- MALKIN, L. (1987) - *The National Debt*. New York: Henry Holt & Co.
- MARSHALL, M. G. & ARESTIS, P. (1989) - "Reaganomics and Supply-Side Economics: A British View", in *Journal of Economic Issues*, Vol XXIII, nº 4, December.
- MARSHALL, R. (1986) - "Working Smarter", in Obey, D. R. & Sarbanes, P. (Edited by): *The Changing American Economy*, New York: Basil Blackwell.
- MARSHALL, R. (1987) - *Unheard Voices. Labor and Economic Policy in a Competitive World*. New York: Basic Books.
- MARTIN, C. J. (1989) - "Business Influence and State Power: The Case of U. S. Corporate Tax Policy", in *Politics & Society*, Vol 17, nº 2, June.
- MAYER, M. (1980) - *The Fate of the Dollar*. New York: Basic Books.
- MAYER, T., DUESENBERY, J. S. & ALIBER, R. Z. (1993) - *Moedas, Bancos e a Economia*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- McCALLUM, B. T. (1985) - "On Consequences and Criticisms of Monetary Targeting", in *Journal of Money, Credit, And Banking*, Vol. 17, nº 4, November (Part 2).
- McCLURE, J. H. & WILLETT, T. D. (1983) - "Understanding the Supply Siders", in Stubblebine, W. C. & Willett, T. D. (eds.): *Reaganomics - A Midterm Report*, California, ICS Press.
- McCUBBINS, M. D. (1991) - "Party Governance and U. S. Budget Deficits: Divided Government and Fiscal Stalemate", in Alesina, A. & Carliner, G. (Edited by): *Politics and Economics in the Eighties*, Chicago: The University of Chicago Press.
- McKENZIE, R. B. (1982) - "Supply-Side Economics and the Vanishing Tax Cut", in *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta. May.

- McKENZIE, R. B. (1988) - *The American Job Machine*. New York: Universe Books (Cato Institute).
- McNEES, S.K. (1992) - 'The 1990-91 Recession in Historical Perspective', *in* New England (Federal Reserve) Economic Review, January-February.
- MEDLEN, C. (1984) - "Corporate Taxes and the Federal Deficit", *in* Monthly Review, Vol. 36, nº 6, November.
- MEEK, P. (1984) - *Política Monetária e Mercado Financeiro nos Estados Unidos*. Rio de Janeiro: ANDIMA/APEC.
- MELTON, W. C. (1985) - *Inside the FED. Making Monetary Policy*. Homewood: Dow-Jones Irwin.
- MELTZER, A. H. (1988) "Economic Policies and actions in the Reagan Administration", *in* Journal of Post Keynesian Economics, Vol. X, nº 4, Summer.
- MICOSSI, S. & SANNUCCI, V. (1982) - "Le Nuove Procedure Operative Di Controllo Monetario Negli Stati Uniti (1979-1981)", *in* Giornale Degli Economisti E Annali Di Economia, Ano XLI, nº 1-2, Gennaio-Febbraio.
- MILES, M. A. (1984) - *Beyond Monetarism Finding the Road to Stable Money*. New York: Basic Books.
- MILES, M. A. (1988) - "An evaluation of Reagan's economic policies from an incentivist (supply-side) perspective", *in* Journal of Post Keynesian Economics, Vol. X, nº 4, Summer.
- MILLER, G. W. (1978a) - "Statement to Congress", before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, November 16 - *in* Federal Reserve Bulletin, November.
- MILLER, G. W. (1978b) - "Statement to Congress", before the Joint Economic Committee, December 15 - *in* Federal Reserve Bulletin, December.
- MILLS, G. B. & PALMER, J. L. (1984) - "The Federal Budget in Flux", *in* Mills, G. B. & Palmer, J. L. (Edited by): *Federal Budget Policy in the 1980s*, Washington: The Urban Institute Press.
- MINARIK, J. J. (1984) - "Tax Policy", *in* Mills, G. B. & Palmer, J. L. (Edited by): *Federal Budget Policy in the 1980s*, Washington: The Urban Institute Press.

- MINSKY, H. (1966) - "The Evolution of American Banking: The Longer View", in *The Bankers' Magazine*, November (I) e December (II).
- MINSKY, H. (1968) - "The 'Crunch' and its Aftermath", in *The Bankers' Magazine*, February (I) e March (II).
- MINSKY, H. (1972) - "An Evaluation of Recent U. S. Monetary Policy", in *The Bankers' Magazine*, October (I), November (II) e December (III).
- MINSKY, H. (1978) - "The Carter economics: a symposium", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 1, nº 1.
- MINSKY, H. (1979) - "Financial interrelations, the Balance of Payments, and the Dollar Crisis", in Aronson, J. D. (Edited by): *Debt and the Less Developed Countries*, Colorado: Westview Press.
- MINSKY, H. (1981) - "The United States' Economy in the 1980s: The Financial Past and Present as a Guide to the Future", in *Giornale Degli Economisti E Annali Di Economia*, nº 5-6.
- MINSKY, H. (1982a) - *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk: M. E. Sharpe, Inc.
- MINSKY, H. (1982b) - "Statement before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives", May 27, in *Employment Risks From Present Credit and Business Liquidity Conditions*, Washington: GPO.
- MINSKY, H. (1984) - "Le politiche monetarie e il contesto finanziario internazionale", in Guerrieri, P. & Padoan, P. C. (A cura di): *Un gioco senza regole: l'economia internazionale alla ricerca di un nuovo assetto*, Milano: Franco Angeli.
- MINSKY, H. (1985) - "Money and the Lender of Last Resort", in *Challenge*, March-April.
- MINSKY, H. (1986) - *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- MINSKY, H. (1988) - "Review: Secrets of the Temple. How the Federal Reserve Runs the Country", in *Challenge*, May-June.
- MIRANDA, J. C. (1992) - *Câmbio, Juros e Fisco: A Experiência Internacional*. Tese de Doutorado apresentada ao IE-Unicamp.

- MISHKIN, F. S. (1987) - "U. S. Macroeconomic Policy and Performance in the 1980's: An Overview", NBER Reprint nº 883.
- MITCHELL, D. J. B. (1985) - "Shifting Norms in Wage Determination", *in* Brookings Papers on Economic Activity, 2.
- MODIGLIANI, F. (1988) - "Reagan's Economic Policies: A Critique", *in* Oxford Economic Papers, 40.
- MOFFITT, M. (1984) - *O Dinheiro do Mundo*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- MOORE, G. H. (1977) - "Lessons of the 1973-1976 Recession and Recovery", *in* Fellner, W. (ed.): *Contemporary Economic Problems 1977*, Washington: AEI.
- MUSGRAVE, R. A. (1983) - "The Reagan Administration's Fiscal Policy: A Critique", *in* Stubblebine, W. C. & Willet, T. D. (eds.): *Reaganomics - A Midterm Report*, California, ICS Press.
- NAVARRO, V. (1985) - "The Road Ahead", *in* Monthly Review, vol. 37, nº 3, July-August.
- NAVARRO, V. (1991) - "Welfare e 'Keynesianismo Militarista' na Era Reagan", *in* Lua Nova nº 24, Setembro.
- NELL, E. (1988) - *Prosperity and Public Spending. Transformational growth and the role of government*. Boston: Unwin Hyman.
- NELSON, R. R. & WRIGHT, G. (1992) - "The Rise and Fall of American Technological Leadership: The Postwar Era in Historical Perspective", *in* Journal of Economic Literature, Vol. XXX, December.
- NISKANEN, W. A. (1988) - *Reaganomics. An Insider's Account of the Policies and the People*. New York: Oxford University Press.
- NORDHAUS, W. D. (1989) - "What's Wrong with a Declining National Saving Rate? , *in* Challenge, July/August.
- NORTON, R. D. (1986) - "Industrial Policy and American Renewal", *in* Journal of Economic Literature, Vol XXIV, March.
- O'CONNOR, J. (1981) - "The Fiscal Crisis of the State Revisited: A Look at Economic Crisis and Reagan's Budget Policy", *in* Kapitalistate 9.

- ODELL, J. S. (1982) - *U. S. International Monetary Policy. Markets, Power, and Ideas as Sources of Change*. Princeton: Princeton University Press.
- OMB (OFFICE OF MANAGEMENT AND BUDGET) (1988) - *Historical Tables. Budget of the United States Government*. Washington: GPO.
- ORTNER, R. (1978) - "The Carter economics: a symposium", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 1, n° 1.
- OTA (OFFICE OF TECHNOLOGY ASSESSMENT, U. S. CONGRESS) (1988) - *Paying the Bill: Manufacturing and America's Trade Deficit*. Washington: GPO.
- PALMER, J. L. & MILLS, G. B. (1982) - "Budget Policy", in Palmer, J. L. & Sawhill, I. V. (Editors): *The Reagan Experiment*, Washington: The Urban Institute Press.
- PARBONI, R. (1981) - *The Dollar & Its Rivals*. London: Verso.
- PARBONI, R. (1983) - "Capital and the Nation-State: a reply to Frieden", in *New Left Review* n° 137, January-February.
- PARBONI, R. (1984) - *Moneta e monetarismo. Da Keynes a Friedman*. Bologna: Il Mulino.
- PARBONI, R. (1986) - "The Dollar Weapon: From Nixon to Reagan", in *New Left Review* n° 158, July-August.
- PESCHEK, J. G. (1989) - "Free the Fortune 500! The American Enterprise Institute and the Politics of the Capitalist Class in the 1970s.", in *Critical Sociology*, Vol 16, n° 2-3, Summer-Fall.
- PETERSON, W. C. & ESTENSON, P. S. (1985) - "The recovery: supply-side or Keynesian?", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 7, n° 4, Summer.
- PETERSON, W. C. (1984) - "Economic Stabilization and Inflation", in *Journal of Economic Issues*, Vol. XVIII, n° 1, March.
- PETERSON, W. C. (1988) - "The Macroeconomic Legacy of Reaganomics", in *Journal of Economic Issues*, Vol. XXII, n° 1, March.
- PETERSON, W. C. (1994) - *Silent Depression. The Fate of the American Dream*. New York: W. W. Norton & Company.

- PHILLIPS, K. (1994) - *Boiling Point. Democrats, Republicans and the Decline of Middle-Class Prosperity*. New York: Harper Perennial.
- PICCONE, P. (1980) - "La política energética", in *Zona Abierta* 23.
- PIERCE, J. L. (1991) - *The Future of Banking*. New Haven: Yale University Press.
- PIORE, M. (1981) - "O futuro do capitalismo", in *Em discussão, o Brasil*, Jornal da Tarde/O Estado de São Paulo.
- PIPITONE, U. (1986) - *El capitalismo que cambia*. Mexico: Era.
- PLOTKE, D. (1978) - "American Politics and Class Forces in the 1970s", in *Socialist Review*, nº 37, (Vol. 8, nº 1), January-February.
- PLOTKE, D. (1981) - "Reagan: is it as bad as it sounds?", in *Marxism Today*, February.
- PLOTKE, D. (1984) - "Reagan's American Dream", in *Marxism Today*, November.
- PLOTKE, D. (1988) - "Reaganism For Ever", in *Marxism Today*, January.
- POLLIN, R. & DYMSKI, G. (1994) - "The Costs and Benefits of Financial Instability: Big Government Capitalism and the Minsky Paradox: ", in Dymski, G. & Pollin, R. (Edited by): *New Perspectives in Monetary Macroeconomics. Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*. Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- POLLIN, R. (1987) - "Structural Change and Increasing Fragility in the U. S. Financial System", in Cherry, R. et alii (Edited by): *The Imperiled Economy*, New York: URPE.
- POOLE, W. (1982) - "Federal Reserve Operating Procedures. A Survey and Evaluation of the Historical Record Since October 1979", in *Journal of Money, Credit, And Banking*, Vol. 14, nº 4, November (Part 2).
- POOLE, W. (1985) - "Comment on ON CONSEQUENCES AND CRITICISMS OF MONETARY TARGETING", in *Journal of Money, Credit, And Banking*, Vol. 17, nº 4, November (Part 2).
- POOLE, W. (1988) - "Monetary Policy: Monetarism to Fine-Tuning", in Boaz, D. (Edited by): *Assessing the Reagan Years*, Washington: Cato Institute.
- PRESSMAN, S. (1986) - "A tale of two taxpayers: the effects of the Economic Recovery and Tax Act of 1981", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. IX, nº 2. Winter.

- PRESSMAN, S. (1995) - "Deficits, full employment and the use of fiscal policy", in *Review of Political Economy*, 7.2.
- PUTNAM, R. D. & BAYNE, N. (1984) - *Hanging Together. The Seven Power Summits*. Cambridge: Harvard University Press.
- RAHN, R. W. (1983) - "Supply-Side Economics: The U. S. Experience", in Stubblebine, W. C. & Willett, T. D. (Eds.): *Reaganomics - A Midterm Report*. California: ICS Press.
- RAHN, R. W. (1988) - "Supply-Side Success", in Boaz, D. (Edited by): *Assessing the Reagan Years*. Washington: Cato Institute.
- RAPPING, L. A. (1980) - "Los aspectos internos e internacionales de la inflación estructural", in *Cuadernos Semestrales*, nº 7, Mexico: CIDE.
- RAPPING, L. A. (1988) - *International Reorganization and American Economic Policy*. New York: Harvester. Wheatsheaf.
- REGAN, D. T. (1988) - *For The Record. From Wall Street to Washington*. New York: St. Martin's Press.
- REICH, C. (1984) - "Inside the Fed", in *Institutional Investor*, May.
- REICH, R. B. (1983a) - "La formulación de la política industrial", in *Cuadernos Semestrales* nº 13, Mexico: CIDE.
- REICH, R. B. (1983b) - *A Próxima Fronteira Americana*. Rio de Janeiro: Editora Record.
- REICH, R. B. (1992) - *The Work of Nations*. New York: Vintage Books.
- RIVLIN, A. M. (Editor) (1984) - *Economic Choices 1984*. Washington: The Brookings Institution.
- ROBERTS, P. C. (1984) - *The Supply-Side Revolution. An Insider's Account of Policymaking in Washington*. Cambridge: Harvard University Press.
- ROBERTS, P. C. (1989) - "Supply-Side economics, teoria e risultati: una valutazione dell'esperienza americana negli anni '80", in *Rivista di Politica Economica*, Roma: LXXIX (V), maggio.
- ROHATYN, F. (1986) - "Financial Instability", in Obey, D. R. & Sarbanes, P. (Edited by): *The Changing American Economy*. New York: Basil Blackwell.

- ROTHSCHILD, E. (1988a) - "The Real Reagan Economy", in *The New York Review of Books*, June 30.
- ROTHSCHILD, E. (1988b) - "The Reagan Economic Legacy", in *The New York Review of Books*, July 21.
- SALT, J. (1989) - "Sunbelt Capital and Conservative Political Realignment in the 1970s", in *Critical Sociology*, Vol. 16, nº 2-3, Summer-Fall.
- SAMUELSON, P. A. (1984) - "Evaluating Reaganomics", in *Challenge*, November-December.
- SANTOW, L. J. (1988) - *The Budget Deficit. The Causes, the Costs, the Outlook*. New York: New York Institute of Finance.
- SAVAGE, J. D. (1988) - *Balanced Budgets & American Politics*. Ithaca: Cornell University Press.
- SAWHILL, I. V. (1982) - "Economic Policy", in Palmer, J. L. & Sawhill, I. V. (Editors): *The Reagan Experiment*, Washington: The Urban Institute Press.
- SAWHILL, I. V. (1986) - "Reaganomics in retrospect", in Palmer, J. L. (Editor): *Perspectives on the Reagan Years*, Washington: The Urban Institute Press.
- SCHLESINGER, JR., A. M. (1992) - *Os Ciclos da História Americana*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- SCHNEIDER, W. (1987) - "The New Shape of American Politics", in *The Atlantic Monthly*, January.
- SCHNEIDER, W. (1988) - "The Political Legacy of the Reagan Years", in Blumenthal, S. & Edsall, T. B. (Edited by): *The Reagan Legacy*, New York: Pantheon Books.
- SHONFIELD, A. (1980) - "The World Economy 1979", in *Foreign Affairs*, Vol. 58, nº 3.
- SHONFIELD, A. (1989) - *Naturaleza y alcances de la economía mixta*. Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- SILK, L. (1980) - "On the Supply-Side". in Silk, L. et alii (Editors): *Reagan, the Man, the President*. New York: Macmillan.
- SILK, L. (1984) - *Economics in the Real World*. New York: Simon and Schuster.

- SOLOMON, R. (1982 a) - *The International Monetary System, 1945 - 1981*. New York: Harper & Row.
- SOLOMON, R. (1982) - "The Elephant in the Boat?: The United States and the World Economy", in *Foreign Affairs*, Vol. 60, nº 3.
- SOLOW, R. M. & TOBIN, J. (1988) - "Introduction", in Tobin, J. & Weidenbaum, M. (Edited by): *Two Revolutions in Economic Policy*, Cambridge: The MIT Press.
- SPAHN, H. P. (1989) - "Competition between the D-Mark and the Dollar: The policies of the Bundesbank in the 1970s and 1980s", in *Economie Appliquée*, tome XLII, nº 2.
- STEIN, H. (1983) - "Interview", in *Challenge*, September-October.
- STEIN, H. (1984) - *Presidential Economics. The Making of Economic Policy from Roosevelt to Reagan and Beyond*. New York: Simon and Schuster.
- STERNLIGHT, P. D. (1994) - "The Implementation of Monetary Policy", in Colander, D. C. & Daane, D. (Editors): *The Art of Monetary Policy*. Armonk: M. E. Sharpe.
- STOCKMAN, D. A. (1987) - *The Triumph of Politics. The Inside Story of the Reagan Revolution*. New York: Avon.
- STONE, C. F. & SAWHILL, I. V. (1984) - *Economic Policy in the Reagan Years*. Washington: The Urban Institute Press.
- STONE, M. E. (1980) - "The Housing Problem in the United States: Origins and Prospects", in *Socialist Review* nº 52 (Vol. 10, nº 4), July-August.
- STTOFAESS, C. (Editor) (1982) - *The Political Economy of the United States*. Amsterdam: North-Holland.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1972) - *Dinámica del Capitalismo Norte-Americano*. Mexico: Editorial Nuestro Tiempo.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1982a) - "A New New Deal" in *Monthly Review*, Vol. 33, nº 9, February.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1982b) - "Financial Instabilit Where Will it all End?" in: *Monthly Review*, Vol. 34, nº 6, November.

- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1982c) - "The Responsibility of the Left" *in* Monthly Review, Vol. 34, . nº 7, December.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1983a) - "Supply-Side Theory and Capital Investment" *in* Monthly Review, Vol. 34, . nº 11, April.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1983b) - "Full Recovery or Stagnation?" *in* Monthly Review, Vol. 35, . nº 4, September.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1984a) - "The Federal Deficit: The Real Issues" *in* Monthly Review, Vol. 35, . nº 11, April.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1984b) - "A Lesson from History" *in* Monthly Review, Vol. 36, . nº 4, September.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1985a) - "Four More Years of What?" *in* Monthly Review, Vol. 36, . nº 8, January.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1985b) - "The Strange Recovery of 1983-1984" *in* Monthly Review, Vol. 37, . nº 5, October.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1985c) - "The Financial Explosion" *in* Monthly Review, Vol. 37, . nº 7, December.
- SWEEZY, P. M. & MAGDOFF, H. (1988) - *The Irreversible Crisis*. New York: Monthly Review Press.
- TABB, W. K. (1978) - "Domestic Economic Policy under Carter: The Imprint of Trilateralism", *in* URPE: *U. S. Capitalism in Crisis*, New York.
- TAVARES, M. C. (1983) - "A Crise Financeira Global", *in* Revista de Economia Política, nº 10 (Vol. 3, nº 2), abril-junho.
- TAVARES, M. C. (1985) - "A Retomada da Hegemonia Norte-Americana. Um aprofundamento do debate", Rio de Janeiro: IEI-UFRJ, texto para discussão nº 77.
- TEIXEIRA, A. (1993) - *O Ajuste Impossível. (Um Estudo sobre a Desestruturação da Ordem Econômica Mundial e seu Impacto sobre o Brasil)*. Tese de doutoramento apresentada ao IE-Unicamp.
- THUROW, L. C. (1978) - "The Carter economics: a symposium", *in* Journal of Post Keynesian Economics, vol 1, nº 1.

- THUROW, L. C. (1987) - *Somatório Zero. Em Busca de uma Economia Mundial Viável*. São Paulo: Vértice.
- THUROW, L. C. (1988) - *Corrientes peligrosas. El estado de la ciencia económica*. México: Fondo de Cultura Económica.
- TOBIN, J. & WEIDENBAUM, M. (Edited by) (1988) - *Two Revolutions in Economic Policy. The First Economic Reports of Presidents Kennedy and Reagan*. Cambridge: The MIT Press.
- TOBIN, J. (1978) - "The Carter economics: a symposium", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 1, nº 1.
- TOBIN, J. (1983) - "Monetary Policy: Rules, Targets, and Shocks", in *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 15, nº 4, November.
- TOBIN, J. (1985) - "Comment on ON CONSEQUENCES AND CRITICISMS OF MONETARY TARGETING, or MONETARY TARGETING: DEAD AT LAST", in *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, nº 4, November (Part 2).
- TOBIN, J. (1989) - *Policies for Prosperity. Essays in a Keynesian Mode*. Cambridge: The MIT Press.
- VATTER, H. G. & WALKER, J. F. (1992) - "Stagnation and Government Purchases", in *Challenge*, November-December.
- VOLCKER, P. & GYOHTEN, T. (1992) - *Changing Fortunes*. New York: Times Books.
- VOLCKER, P. (1979 a) - "A Time of Testing". Remarks before the American Bankers Association, October 9, in *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, November/December.
- VOLCKER, P. (1979 b) - "Statement before the Joint Economic Committee of the U. S. Congress, October 17", in *Federal Reserve Bulletin*, November.
- VOLCKER, P. (1979 c) - "Statement before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy and on International Trade, Investment and Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U. S. House of Representatives, November 13", in *Federal Reserve Bulletin*, December.
- VOLCKER, P. (1980 a) - "Statement before the Joint Economic Committee of the U. S. Congress, February 1", in *Federal Reserve Bulletin*, February.

- VOLCKER, P. (1980 b) - ""Statement before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U. S. House of Representatives, February 19", *in* Federal Reserve Bulletin, March.
- VOLCKER, P. (1980 c) - "Statement before the Subcommittee on Agricultural Research and General Legislation of Committee on Agriculture, Nutrition, and Forestry, U. S. Senate, May 1", *in* Federal Reserve Bulletin, May.
- VOLCKER, P. (1980 d) - "Statement before the Subcommittee on Conservation and Credit of the Committee on Agriculture, U. S. House of Representatives, May 21" *in* Federal Reserve Bulletin, June.
- VOLCKER, P. (1980 e) - "Statement before the Subcommittee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, May 29", *in* Federal Reserve Bulletin, June.
- VOLCKER, P. (1980f) - "Statement before the Budget Committee, U.S. Senate, July 24", *in* Federal Reserve Bulletin, August.
- VOLCKER, P. (1980g) - "Statement before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, November 19", *in* Federal Reserve Bulletin, December.
- VOLCKER, P. (1982a) - "Statement before the Joint Economic Committee of the U.S. Congress, January 26", *in* Federal Reserve Bulletin, February.
- VOLCKER, P. (1982b) - "Statement before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, February 10", *in* Federal Reserve Bulletin, February.
- VROMAN, W. (1984) - "The Wage Deceleration of 1982-83", *in* Challenge, May-June.
- WALKER, J. F. & VATTER, H. G. (1986) - "Stagnation - performance and policy: comparison of the Depression decade with 1973-1984", *in* Journal of Post Keynesian Economics, Vol. VIII, n° 4, Summer.
- WANNISKI, J. (1987) - "Taxes, Revenues, and the Laffer Curve", *in* Peretz, P. (Editor): *The Politics of American Economic Policy Making*, New York: M. E. Sharpe, Inc.
- WEIDENBAUM, M. (1988) - *Rendezvous with Reality*. New York: Basic Books.
- WEISSKOPF, T. (1981) - "The Current Economic Crisis in Historical Perspective", *in* Socialist Review, n° 57 (Vol. 11, n° 3), May-June.