



UFRJ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

CAROLINE YUKARI MIAGUTI

**A ASCENSÃO DO DÓLAR E A CRISE DO PADRÃO OURO-LIBRA (1913-1931)**

RIO DE JANEIRO  
2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

**A ASCENSÃO DO DÓLAR E A CRISE DO PADRÃO OURO-LIBRA (1913-1931)**

ALUNA: CAROLINE YUKARI MIAGUTI

ORIENTADOR: ERNANI TEIXEIRA TORRES FILHO

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia Política Internacional do Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia Política Internacional.

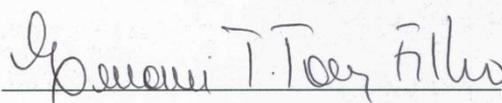
**FOLHA DE APROVAÇÃO**

CAROLINE YUKARI MIAGUTI

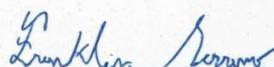
A ASCENSÃO DO DÓLAR E A CRISE DO PADRÃO OURO-LIBRA (1913-1931)

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia Política Internacional do Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia Política Internacional.

Aprovada em 4 de maio de 2016.



Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho, UFRJ



Prof. Dr. Franklin Leon Peres Serrano, UFRJ



Prof. Dr. Leonardo Burlamaqui, UERJ

## FICHA CATALOGRÁFICA

M618 Miaguti, Caroline Yukari.  
A ascensão do dólar e a crise do padrão ouro-libra (1913-1931) / Caroline Yukari  
Miaguti. – 2016.  
112 f. ; 31 cm.

Orientador: Ernani Teixeira Torres Filho  
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de  
Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, 2016.  
Bibliografia: f. 110-112.

1. Sistema monetário internacional. 2. Dólar. 3. Padrão Ouro. I. Torres Filho,  
Ernani Teixeira, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de  
Economia. III. Título.

CDD 332.042

*À minha família*

## AGRADECIMENTOS

Ao final deste trabalho, que representa o fim de uma jornada de dois anos, eu posso afirmar que o mestrado não se resume a uma dissertação – ela é apenas parte do processo. O essencial neste processo é ter bons amigos por perto, pessoas que vão te ajudar a superar as dificuldades que surgem ao longo do caminho. Disto não posso me queixar: o maior presente que o mestrado me proporcionou foram as pessoas que eu tive a oportunidade de conhecer, os amigos queridos que fiz em terras cariocas.

Agradeço à minha família por todo amor incondicional. Karin e Fernando, vocês são meu alicerce do bem. Aos meus pais, obrigada por sempre acreditarem em mim e apoiarem as minhas escolhas, e principalmente: obrigada por me permitirem escolher, sempre.

Aos meus irmãos da Wiskana: Lauri, Joãozinho, Rafael e Ricardinho – agradeço pelas nossas conversas intermináveis no sofá, por fazerem da nossa casa um lar, por me ajudarem a manter a calma todas as vezes que eu me desesperei. “Acho que nunca ri tanto em toda a minha vida”.

Obrigada aos meus colegas do PEPI, especialmente ao Fábio de Jong, Lucas Carames, Vanessa Lima e Tiago Appel, mais do que colegas de mestrado vocês são amigos queridos, foi uma honra conviver e aprender tanto com cada um de vocês. Obrigada aos meus amigos do PPGE, especialmente ao Angelo Marcantonio, Hugo Saramago, Joana Avritzer, Julia Mafra, Julia Guerra, e ao Guilherme Haluska (que merece um agradecimento especial, afinal, eu não teria conseguido escrever essa dissertação sem meu guru prodígio da macroeconomia). Agradeço a todos vocês, meus amigos do IE, pelas conversas produtivas, crises de ansiedade juntos, inúmeros cafés e cervejas, e por todas as risadas que tornaram os meus dias mais leves.

Agradeço imensamente ao meu orientador, Ernani Torres, que se revelou um grande amigo, um mentor de vida. Ernani, muito obrigada por toda a ajuda e paciência. Agradeço aos professores do PEPI, e principalmente aos professores Franklin Serrano e Numa Mazat, pelas dicas, conversas, ajudas, revisões de textos, mas principalmente pelo bom humor de vocês que tornaram o meu trabalho mais divertido. Obrigada Isabella, a melhor chefe do mundo, por todo apoio e compreensão (e pelas conversas, docinhos e lanchinhos no meio das tardes ibgeanas).

Por fim, agradeço à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível superior (CAPES) pelo apoio financeiro que me permitiu realizar essa pesquisa.

*“Never, never, never believe any war will be smooth and easy, or that anyone who embarks on the strange voyage can measure the tides and hurricanes he will encounter. The statesman who yields to war fever must realise that once the signal is given, he is no longer the master of policy but the slave of unforeseeable and uncontrollable events.”*

My Early Life: A Roving Commission,

Winston Churchill

MIAGUTI, Caroline Yukari. A ascensão do dólar e a crise do padrão ouro-libra (1913-1931). Rio de Janeiro, 2016. Dissertação (Mestrado em Economia Política Internacional) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

### **RESUMO:**

Este trabalho tem como ponto de partida a constatação de que o Sistema Monetário Internacional é um espaço de disputa geopolítica, onde a hierarquia monetária internacional é construída em torno da moeda-chave, que alavanca a capacidade de financiamento da potência central. A questão inicial que este trabalho se propôs a responder é se a internacionalização do dólar a partir de 1913 fazia parte de um projeto político americano para tornar o dólar a moeda-chave internacional. Em seguida, buscou-se investigar se o final do padrão ouro-libra foi consequência da rivalidade do dólar na disputa pela liderança do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. A hipótese é que não havia um projeto político nacional, e que na realidade a internacionalização do dólar foi impulsionada pelos bancos americanos tendo em vista a competição por mercados com os bancos ingleses. Para responder a esta pergunta foi necessário investigar o processo de internacionalização do dólar a partir de 1913, o desenvolvimento do sistema financeiro americano a partir da criação do *Federal Reserve System* e do mercado de *acceptances* em dólares, e o protagonismo dos Estados Unidos na tentativa de reconstrução do Sistema Monetário Internacional até 1931 - quando o padrão ouro-libra chegou ao fim. A história do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, entre 1913 e 1931, traz evidências de que não havia um projeto político por parte dos americanos para tornar o dólar a moeda internacional dominante. O protagonismo do *Federal Reserve* de Nova York, durante a década de 1920, aponta na direção de uma disputa por mercados no âmbito financeiro internacional, mas sem a pretensão de disputar com os ingleses a liderança do Sistema Monetário Internacional. Concluiu-se que a ascensão do dólar na esfera internacional foi um projeto para tornar o dólar uma moeda internacional entrepare com as moedas das potências centrais e que o colapso do padrão ouro-libra foi resultado da fragilidade inerente ao sistema, agravada pela mudança geopolítica após a Primeira Guerra Mundial.

### **PALAVRAS-CHAVE**

Padrão-ouro; Padrão Ouro-libra; Inglaterra; Estados Unidos; Sistema Monetário e Financeiro Internacional; Federal Reserve; Acceptances; Economia entreguerras.

MIAGUTI, Caroline Yukari. A ascensão do dólar e a crise do padrão ouro-libra (1913-1931). Rio de Janeiro, 2016. Dissertação (Mestrado em Economia Política Internacional) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

#### **ABSTRACT:**

This work takes as a starting point the observation that the International Monetary System is a space of geopolitical dispute where the international monetary hierarchy is built around the key currency, which leverages the financing of the central power. The initial question that this study aimed to answer was whether the dollar internationalization from 1913 was part of an American political project to make the dollar the international key currency. Then, whether the end of the gold-sterling standard was a consequence of the rivalry of the dollar in the race for the leadership of the International Monetary and Financial System was studied. The hypothesis is that there was no national political project, and that in fact the dollar internationalization was driven by US banks having in mind the competition for markets with the English banks. To answer this question it was necessary to investigate the dollar internationalization process from 1913, the development of the US financial system since the creation of the Federal Reserve System and acceptances market in dollars, and the role of the United States in an attempt to reconstruction of the international monetary system until 1931 - when the gold-sterling standard reached the end. The history of the International Monetary System and Financial, between 1913 and 1931, provides evidence that there was no political project from the Americans to make the dollar the dominant international currency. The role of the Federal Reserve Bank of New York during the 1920s, points in the direction of a dispute over markets in the international financial context, but with no claim to compete with the British leadership of the International Monetary System. It was concluded that the dollar's rise on the international stage was a project to make the dollar an international currency among the currencies of central powers, and that the collapse of the gold-sterling standard was the result of the fragility inherent in the system, exacerbated by geopolitical change after the First World War.

#### **KEYWORDS:**

Gold Standard; Gold-sterling standard; England; United States; International Monetary and Financial System; Federal Reserve; Acceptances; Interwar economy

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

Economia Política Internacional (EPI)

Federal Reserve (Fed)

Sistema Monetário Internacional (SMI)

Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI)

## **LISTA DE FIGURAS**

Quadro 1. Regras no padrão-ouro (1870-1914).....	13
--	----

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1. Ativos financeiros americanos vendidos pelos europeus desde a eclosão da Primeira Guerra Mundial em julho de 1914 até dezembro de 1915 (em milhões de dólares).....	39
Tabela 2. Empréstimos estendidos aos aliados durante a Primeira Guerra Mundial (Em milhões de dólares) .....	45

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 - Estoque de ouro dos EUA, 1914 - 1931 .....	73
--	----

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. REVISÃO DAS TEORIAS SOBRE O FUNCIONAMENTO DO PADRÃO-OURO .....	8
1.1. HUME E AS “REGRAS DO JOGO”.....	9
1.2. REFUTANDO AS “REGRAS DO JOGO” .....	13
1.2.1. EICHENGREEN.....	13
1.2.2. TRIFFIN.....	16
1.2.3. A PERSPECTIVA GEOPOLÍTICA: O PADRÃO OURO-LIBRA.....	21
1.3. A CRÍTICA DE SERRANO À PERSPECTIVA DE TRIFFIN.....	26
1.4. CONCLUSÃO .....	29
2. A ENTRADA E ASCENSÃO DOS ESTADOS UNIDOS NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	32
2.1. A CRIAÇÃO DO FEDERAL RESERVE SYSTEM .....	35
2.2. A PRIMEIRA GUERRA MUNDIAL E A RESPOSTA AMERICANA .....	38
2.3. A OFENSIVA DOS BANCOS E A ASCENSÃO DO DÓLAR (1915-1918) .....	41
2.3.1. O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE <i>ACCEPTANCES</i> NOS ESTADOS UNIDOS.....	47
2.4. CONCLUSÃO .....	51
3. A FORMAÇÃO DE UMA NOVA ORDEM GEOPOLÍTICA E OS IMPACTOS SOBRE O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL (1918-1931).....	54
3.1. OS ESTADOS UNIDOS NO HALL DAS POTÊNCIAS CENTRAIS .....	55
3.1.1. A NEGOCIAÇÃO DAS DÍVIDAS DE GUERRA: <i>THE UNCLE SHYLOCK</i> ....	55
3.1.2. AS REPARAÇÕES DE GUERRA E O PLANO DA WES.....	60
3.2. A POLÍTICA DO OURO.....	70
3.2.1. A RESPOSTA INGLESA AO DESAFIO AMERICANO (1918-1925).....	70
3.2.2. O CANTO DO CISNE – O ÚLTIMO FÔLEGO DO PADRÃO OURO-LIBRA .....	79
3.2.3. O FIM DO PADRÃO OURO-LIBRA.....	85
3.3. CONCLUSÃO .....	91
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	94
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	99

## INTRODUÇÃO

O Sistema Monetário Internacional é um dos palcos de interação econômica e política entre os Estados, e a maneira como se estruturam as relações monetárias em um determinado período histórico caracteriza o padrão monetário internacional: um regime internacional composto por uma série de normas e regras de comportamento a serem seguidos pelos Estados. O padrão monetário internacional é organizado em torno de uma moeda-chave, que cumpre a função de moeda internacional, sendo uma estrutura essencialmente hierárquica. Assim, a compreensão da estrutura do Sistema Monetário Internacional, em qualquer período histórico, passa necessariamente pelo debate dos determinantes da moeda internacional, e em última instância, pelo debate sobre as origens da moeda.

O debate sobre os determinantes da moeda internacional, no campo da Economia Política Internacional, pode ser dividido em três abordagens: i) mercado; ii) instrumental; iii) geopolítica.<sup>1</sup> As abordagens de mercado aparecem com mais frequência na literatura econômica convencional, nas quais os agentes de mercado são os principais atores na determinação da moeda internacional<sup>2</sup>, e o grau de confiança, a liquidez e a capilarização das moedas são alguns dos critérios que balizam a escolha dos agentes. Estas características levariam os agentes a optarem por uma determinada moeda – que desempenharia as três funções da moeda (meio de troca, unidade de conta e reserva de valor) nas esferas pública e privada, em âmbito internacional.

As análises instrumentais consideram a escolha da moeda internacional como prerrogativa dos Estados, baseada nos benefícios econômicos de operar em uma determinada moeda.<sup>3</sup> Nesta perspectiva, as escolhas das autoridades nacionais acerca da denominação monetária das reservas internacionais é um dos exemplos dos mecanismos de determinação da moeda internacional. Por fim, as abordagens geopolíticas posicionam os Estados como agentes centrais na determinação da moeda internacional, e são incorporados elementos adicionais que balizam as decisões dos Estados, como considerações sobre poder e aspectos de natureza militar, relativos às questões de segurança e defesa.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Este debate é discutido de maneira mais ampla por Helleiner (2008)

<sup>2</sup> Para exemplos ver: Eichengreen (2000), Kindleberger (1973), McKinnon (1993)

<sup>3</sup> Para exemplo ver: Conti, et al (2013)

<sup>4</sup> Para exemplos ver: Strange (1971), De Cecco (1974), Metri (2014), Medeiros & Serrano (1999)

Este trabalho adentra no campo da Economia Política Internacional, a partir do viés geopolítico. Nesta análise, o conceito de moeda incorpora constitutivamente a dimensão do poder, e a determinação da moeda de referência internacional está relacionada aos processos de acumulação e expansão de poder dos Estados. Desta forma, a determinação da moeda internacional não ocorre através do processo decisório dos Estados, trata-se de um processo estrutural e impositivo, sendo a moeda um dos elementos da estrutura de poder que atende aos interesses de uma potência dominante.

A perspectiva deste trabalho sobre a determinação da moeda internacional, que se insere no campo da EPI, tem como base a Teoria Cartal da Moeda. No debate sobre as origens da moeda, Knapp – em seu livro *A teoria estatal da moeda* (1904) – trouxe uma nova perspectiva em contraposição ao pensamento clássico metalista. A teoria metalista, e as análises econômicas convencionais que desdobram da mesma, consideram a moeda fruto das relações de mercado. Desta forma, a moeda seria um instrumento facilitador das transações comerciais, com a função primordial de meio de troca.<sup>5</sup>

Knapp, por outro lado, argumenta que a moeda é primeiramente uma evidência de dívida, ou seja, a moeda estabelece uma relação de débito e crédito – não sendo necessária a moeda física para existirem relações monetárias. Assim, decorre que a principal função da moeda, sob a perspectiva cartal, é a unidade de conta, e não a função de meio de troca. Esta inversão na hierarquia das funções da moeda tem desdobramentos importantes, pois uma vez que o meio de troca deixa de ser a principal função, invalida-se o mercado como criador da moeda.

Na perspectiva Cartal, a moeda teria sua origem no poder político do Estado, através da tributação. A unidade de conta, sendo uma unidade arbitrária, é proclamada pela autoridade central, que possui os meios coercitivos para cobrar tributos em um determinado espaço geográfico. A unidade de conta na qual o Estado aceita os seus tributos é o denominador das transações monetárias que ocorrem dentro de seu território. Em suma, a moeda é uma contrapartida da tributação, e fruto do poder político. Nesta perspectiva, são os processos de fortalecimento da autoridade central e de acumulação de poder os responsáveis pela criação e pela organização de um espaço monetário, como também pela expansão da

---

<sup>5</sup> Menger (1982)

zona de circulação e referência de uma moeda para além das fronteiras territoriais do Estado, como é o caso da moeda internacional.<sup>6</sup>

Destarte, os Sistemas Monetários Internacionais são compreendidos enquanto estruturas hierárquicas, que refletem uma determinada configuração geopolítica internacional. A hierarquia monetária internacional se estrutura em torno da moeda da potência central, que assume a função de meio de pagamento internacional. O país emissor da moeda internacional desfruta do privilégio da senhoriagem e não sofre restrições no seu balanço de pagamentos, o que possibilita alavancar a sua capacidade de financiamento – que em última instância contribui para a manutenção da sua posição de poder, a partir do desenvolvimento do seu poderio militar e o controle sobre a tecnologia e o progresso técnico. Nesta ordem hierárquica o ajuste dos balanços de pagamentos se impõe sobre os demais países, reproduzindo e perpetuando a assimetria do sistema.

O padrão monetário internacional vigente entre 1870 e 1914 foi o padrão ouro-libra, no qual a Inglaterra – a principal potência política e econômica da época – era o país emissor da moeda internacional. Neste período as transações internacionais eram denominadas em libras, e esta compartilhava com o ouro a função de ativo de reserva dos demais países. Durante a década de 1870 ocorreram dois eventos importantes: 1) a ascensão da City de Londres como o principal centro financeiro mundial, após a Guerra Franco-Prussiana, com a derrota da França e a declaração da inconvertibilidade do franco em 1871; 2) a Revolução Industrial dos Estados Unidos e da Alemanha.

A ascensão da Inglaterra como potência dominante no século XIX tem como marco a Revolução Industrial em 1850. O desenvolvimento industrial inglês foi essencial para que a Inglaterra acumulasse superávits e estendesse empréstimos de longo prazo, financiando a industrialização dos novos países vis-à-vis ao desenvolvimento de seu sistema financeiro. A década de 1860 marcou o início do processo que no curso dos próximos anos transformaria a City de Londres no principal centro financeiro internacional. Estes anos cunharam a vitória do livre comércio e a expansão do comércio internacional, e o capital inglês que já havia financiado o desenvolvimento de novos países por décadas, em especial os Estados Unidos, passou a financiar o crescente movimento de mercadorias no comércio internacional.

---

<sup>6</sup>Metri, 2012:399

A partir de 1890 a Inglaterra passou a apresentar déficits comerciais crescentes em decorrência do surgimento dos novos competidores no comércio internacional, mas que era compensado – em grande parte – por superávits na conta de serviços, como fretes e seguros, além da renda líquida proveniente de seus ativos de longo prazo no exterior. Ademais, os domínios coloniais ingleses eram fundamentais para que a Inglaterra pudesse sustentar o déficit comercial em seu balanço de pagamentos sem ameaçar suas reservas em ouro – uma vez que esses países mantinham suas reservas em libras. Desta forma, apesar do déficit comercial, a Inglaterra não apresentava déficits em conta corrente.

Além disso, a posição internacional da libra como principal ativo de reserva permitia que o déficit global no balanço de pagamentos, decorrente do grande montante de investimentos diretos e empréstimos ao exterior, fosse financiado através da aplicação em ativos de curto prazo do mundo todo – que depositavam ouro nos cofres do Banco da Inglaterra em troca de libras e ativos denominados em libras.

A Primeira Guerra Mundial foi o ponto de inflexão do domínio inglês sobre o Sistema Monetário Internacional (SMI), e o início da ruptura do padrão ouro-libra. Em julho de 1914, com o início da guerra todos os países suspenderam a conversibilidade de suas moedas, com exceção dos Estados Unidos. Assim, durante o conflito o padrão-ouro foi suspenso e a tentativa de reconstrução da ordem monetária internacional, na década de 1920, foi marcada por dificuldades políticas e econômicas, advindas principalmente da mudança geopolítica trazida pela guerra – na qual a Inglaterra já não se apresentava mais como a principal potência dominante.

Após a guerra a Inglaterra passou a apresentar déficits crônicos na conta corrente, minando a sustentabilidade do padrão ouro-libra. Apesar entrada dos Estados Unidos no Sistema Monetário Internacional ter sido uma resposta aos desafios trazidos pela guerra, a ascensão do dólar no SMI no período entreguerras foi rápida, e em última instância dificultou a restauração da ordem monetária internacional ancorada na libra. Destarte, a mudança geopolítica após a Primeira Guerra Mundial, caracterizada pela ascensão do poder norte-americano, refletiu sobre a estrutura do Sistema Monetário Internacional restringendo o retorno às condições do pré-guerra, e minando o poder inglês sustentado em grande medida pela libra.

Considerando que o Sistema Monetário Internacional é um espaço de disputa geopolítica, onde a hierarquia monetária internacional é construída em torno da moeda-chave

internacional, surgiram as questões que guiam este trabalho: A internacionalização do dólar a partir de 1913 era parte de um projeto político americano para tornar o dólar a moeda-chave internacional? Havia uma disputa entre os Estados Unidos e a Inglaterra pela liderança do SMI? Estas questões levam à próxima indagação que este trabalho se propõe a responder: a derrocada do padrão ouro-libra em 1931 foi resultado desta disputa?

A hipótese aqui adotada é que não havia um projeto político nacional, e que a internacionalização do dólar foi impulsionada pelo desejo dos bancos americanos de disputar mercados com os bancos ingleses. Não havia por parte de Washington a pretensão de disputar com Londres a liderança do SMI. Assim, a ascensão do dólar na esfera internacional tinha como objetivo tornar o dólar uma moeda entrepare com as moedas das potências centrais, garantindo espaço aos bancos americanos na provisão de empréstimos internacionais.

O objetivo principal deste trabalho é analisar o processo de internacionalização do dólar a partir de 1913, e o protagonismo dos Estados Unidos na tentativa de reconstrução do Sistema Monetário Internacional, até 1931, quando o padrão ouro-libra finalmente chegou ao fim.

É importante ressaltar que esta pesquisa também almeja preencher algumas lacunas nos trabalhos de Economia Política Internacional sobre a transição monetária no período entreguerras. A primeira lacuna decorre do fato de que a maioria dos trabalhos, que analisam este período, observam o padrão-ouro e as relações econômicas a partir de um arcabouço teórico ortodoxo. Sendo assim, um dos objetivos deste trabalho é expor as fragilidades das teorias econômicas ortodoxas sobre o funcionamento do padrão-ouro que estão presentes em algumas análises de Economia Política Internacional – ainda que de maneira implícita – apontando a incompatibilidade entre as abordagens geopolíticas sobre o Sistema Monetário Internacional e as teorias econômicas ortodoxas.

Um dos exemplos é a Teoria da Estabilidade Hegemônica, derivada do trabalho de Kindleberger (1973), um dos principais trabalhos sobre o período entreguerras, e considerado um dos fundadores do campo da Economia Política Internacional. De acordo com Kindleberger, a instabilidade política e econômica no entreguerras, marcada pela Grande Depressão nos anos 1930, foi resultado da ausência de uma potência hegemônica – uma vez que a Inglaterra já não possuía mais os meios econômicos para sustentar esta posição, e os Estados Unidos não estavam dispostos a atuar como estabilizadores do sistema. Apesar de muitas críticas serem direcionadas à Teoria da Estabilidade Hegemônica no debate da EPI,

pouco é debatido sobre a teoria econômica ortodoxa que sustenta a sua análise, e os desdobramentos desta na visão do autor sobre a estrutura do Sistema Monetário Internacional.

A segunda lacuna decorre da limitação dos trabalhos que situam o Estado como principal unidade de análise. A exacerbação do papel do Estado enquanto principal ator do Sistema Internacional, movido por cálculos de segurança e poder, está presente em muitas análises geopolíticas na Economia Política Internacional. Estas análises dão ênfase ao elemento político presente nos fenômenos internacionais, mas perdem de vista os demais atores e suas motivações. Um dos exemplos é a análise de Metri (2015) sobre a transição da libra para o dólar, que difere da hipótese aqui apresentada. De acordo com o autor, a década de 1920 foi o palco de uma disputa entre as duas moedas no âmbito diplomático, uma vez que o Estado americano já pretendia enfraquecer o papel da libra enquanto moeda-chave internacional.

Assim, este trabalho apesar de possuir um viés geopolítico, visa relativizar o papel do Estado no processo de transição monetária entre 1913 e 1931 com base nos elementos históricos, e incorporando os interesses econômicos e políticos dos demais atores relevantes, como os bancos ingleses e americanos— e a influência destes sobre a arquitetura financeira internacional.

A estrutura deste trabalho é composta por esta introdução, um capítulo teórico, dois capítulos históricos e as considerações finais.

O primeiro capítulo consiste em uma revisão das teorias sobre o padrão-ouro, com o objetivo de apresentar e contrapor as diferentes explicações teóricas sobre os seus mecanismos de ajuste, na tentativa de compreender sobre quais pilares este padrão se sustentou até a Primeira Guerra Mundial, e porque seu retorno tornou-se impossível após 1914. É importante compreender como era organizado o SMI entre 1913-1931 para analisar de que maneira se deu a entrada e ascensão do dólar na esfera internacional, e em que medida o colapso do padrão-ouro foi resultado da nova configuração geopolítica que emergiu após a Primeira Guerra Mundial.

O segundo capítulo aborda a entrada dos Estados Unidos no SMI, a partir de 1913, com desenvolvimento do seu sistema financeiro, dando ênfase na criação do Federal Reserve System e no desenvolvimento do mercado de acceptances. A relevância destes dois elementos é evidenciada pelo fato de terem sido i) a resposta dos americanos ao desafio imposto pela

guerra; ii) determinantes para a ascensão do dólar como moeda internacional; iii) os principais palcos onde desenrolaram as relações entre a libra e o dólar na década de 1920. O capítulo também aborda a mudança na posição dos Estados Unidos na economia mundial, de uma potência periférica, em 1913, ao posto de principal credor mundial – em dólares – ao final da Guerra.

O terceiro capítulo consiste em uma análise dos impactos sobre o Sistema Monetário Internacional a partir da formação de uma nova ordem geopolítica, entre 1918 e 1931. Serão analisados os esforços para a reconstrução da economia e da ordem monetária internacional, com ênfase no novo papel dos Estados Unidos enquanto principal credor mundial. O capítulo é recortado em duas seções. A primeira seção aborda de que maneira ocorreram as negociações das dívidas de guerra dos aliados junto aos Estados Unidos, e das Reparações de Guerra impostas à Alemanha, juntamente com o Plano Dawes. Estes dois cenários refletem a mudança da posição da economia americana em relação à Europa, e são imprescindíveis para compreender os desafios que se levantaram na reconstrução da ordem monetária e financeira mundial, descritos na seção seguinte. A segunda seção aborda os esforços do Banco da Inglaterra, em conjunto com o Federal Reserve de Nova York, para a restauração do padrão ouro-libra internacional durante a década de 1920.

Finalmente, nas considerações finais serão apresentadas as principais conclusões que surgiram ao longo do trabalho, sendo elas: 1) o padrão-ouro internacional era na realidade um padrão ouro-libra, e não era um sistema estável, pois a Inglaterra dependia da cooperação dos demais países para a sustentação da libra como moeda internacional; 2) o colapso do padrão ouro-libra foi em decorrência de mudanças geopolíticas, evidenciada pela ascensão dos Estados Unidos após a Primeira Guerra Mundial; 3) a criação do Federal Reserve System e do mercado de *acceptances* foram essenciais para a internacionalização do dólar; 4) não havia um projeto político por parte dos Estados Unidos de construir um SMI centrado no dólar, evidenciado pelos esforços do Fed de Nova York para restauração do padrão ouro-libra; 5) a disputa entre o dólar e a libra era no âmbito financeiro internacional; 6) a liderança de Benjamin Strong no Fed de Nova York explica a condução da política monetária americana durante a década de 1920. Ademais, são tecidas algumas considerações sobre a contribuição deste trabalho para o debate sobre os determinantes da moeda internacional.

## 1. REVISÃO DAS TEORIAS SOBRE O FUNCIONAMENTO DO PADRÃO-OURO

O Sistema Monetário Internacional é um dos palcos de interação econômica e política entre os Estados, e a maneira como se estruturam as relações monetárias em um determinado período histórico caracteriza o padrão monetário internacional: um regime internacional composto por uma série de normas e regras de comportamento a serem seguidos pelos Estados. O padrão monetário internacional é organizado em torno de uma moeda-chave, que cumpre a função de moeda internacional, sendo uma estrutura essencialmente hierárquica.

O regime do padrão-ouro organizou as relações monetárias internacionais entre 1870 e 1914. Embora haja controvérsias sobre o início do padrão-ouro internacional<sup>7</sup>, há consenso sobre o seu fim, quando o sistema monetário internacional perdeu seus elementos centrais de sustentação, após a eclosão da Primeira Guerra Mundial. A guerra levou a maioria dos países a suspender a conversibilidade de suas moedas, e apesar das tentativas de restaurar o padrão-ouro durante a década de 1920, o Sistema Monetário Internacional não voltou a operar de forma funcional até o final da Segunda Guerra Mundial.

Em linhas gerais, no sistema do padrão-ouro internacional os países adotam regimes de taxa de câmbio fixo por períodos prolongados (porém reajustável periodicamente quando necessário), sendo a unidade de conta o ouro, e, portanto, o câmbio é fixado a partir da fixação do preço oficial do ouro na moeda nacional. Além disso, os países devem manter a conversibilidade do saldo da conta externa – os pagamentos internacionais – em ouro, a uma determinada taxa de câmbio fixa.

O padrão-ouro foi consagrado na literatura clássica como sinônimo de estabilidade dos preços internacionais, despertando a curiosidade e a investigação sobre o seu mecanismo de ajuste, tornando-se um debate controverso entre economistas e historiadores que buscaram

---

<sup>7</sup> Há controvérsias sobre o início do padrão-ouro como um sistema monetário internacional. De acordo com McKinnon (1993) o recorte para analisar o padrão-ouro entre 1879-1913 se dá pelo fato de que a partir de 1879 o padrão-ouro tornou-se internacional, de forma que as principais economias industriais, como a França e a Alemanha, haviam abandonado o bi-metalismo e adotado o ouro como base monetária. Em 1879 os Estados Unidos retornaram ao ouro após a suspensão da conversibilidade durante a Guerra Civil Americana. Eichengreen (2000: 45) segue na mesma linha de McKinnon e aponta que por volta do início do século XX havia, finalmente, surgido um sistema verdadeiramente institucional baseado no ouro. Serano (2002) data o padrão-ouro de a 1815-1914, e De Cecco (1972), por outro lado, data o padrão-ouro de 1850, mas aponta que a libra só se tornou a moeda-chave internacional na década de 1870, após a derrota da França na Guerra Franco Prussiana – quando o franco se tornou inconvertível e Londres assumiu de forma incontestável a liderança do Sistema Financeiro Internacional. Neste trabalho adotamos que o padrão-ouro internacional teve início na década de 1870, seguindo a perspectiva de que a partir desta década a maioria dos países haviam adotado o ouro como unidade de conta nacional (especialmente entre 1890 e 1900), e Londres tornou-se o principal centro financeiro mundial.

responder quais pilares sustentaram o padrão-ouro até a Primeira Guerra Mundial, e porque o seu retorno tornou-se impossível após 1914.

O objetivo deste capítulo é apresentar e contrapor diferentes explicações teóricas sobre os mecanismos de ajuste do padrão-ouro. Serão apresentadas as interpretações de Hume (1972), Eichengreen (2000), Triffin (1972), Serrano (2002) e De Cecco (1974). É importante compreender como era organizado o SMI entre 1913-1931 para analisar de que maneira se deu a entrada e ascensão do dólar na esfera internacional, e em que medida o colapso do padrão-ouro foi resultado da nova configuração geopolítica que emergiu após a Primeira Guerra Mundial.

### 1.1. HUME E AS “REGRAS DO JOGO”

O comércio internacional, tal como descrito por Hume (1752), teria um mecanismo de ajuste automático que, a longo prazo, levaria ao equilíbrio do nível de preços e do balanço de pagamentos dos países. De acordo com Hume, o nível de preços de um país seria determinado pela quantidade de moeda em circulação, e esta quantidade seria proporcional ao nível de atividade econômica. Assim, um país que possuísse uma indústria mais desenvolvida que os demais, e um mercado nacional mais desenvolvido, naturalmente apresentaria preços mais altos em decorrência da quantidade de moeda que circularia em sua economia.

Hume lança a seguinte suposição: o que aconteceria se quatro quintos de todo o dinheiro da Inglaterra desaparecessem da noite para o dia? Os preços do trabalho e das mercadorias reduziriam na mesma proporção, e os produtos ingleses se tornariam mais baratos. Nenhuma outra nação conseguiria disputar com os produtos ingleses no comércio internacional, e a Inglaterra apresentaria superávits correntes na balança comercial. No entanto, não tardaria para que o dinheiro advindo das exportações elevasse novamente os preços dos produtos ingleses, e o país retornaria para o nível de preços correspondente ao seu nível de atividade econômica.

O mesmo aconteceria no caso de uma elevação dos preços, pois haveria um aumento das importações, uma vez que os produtos ingleses perderiam competitividade no mercado internacional. Assim, em pouco tempo o dinheiro fluiria da Inglaterra para os países exportadores, reduzindo o nível de preços na Grã-Bretanha. Em suma, o comércio internacional ajustaria o nível de preços dos países de forma automática, de forma que cada país apresentaria o nível de preços correspondente à quantidade de moeda necessária para o

funcionamento de sua economia, proporcional ao nível de sua atividade econômica. Haveria, assim, uma tendência para o equilíbrio no balanço de pagamentos de todos os países, que garantiria a estabilidade dos preços e das taxas de câmbio de forma generalizada.

Aqui vale tecermos alguns comentários sobre a análise de Hume, mais conhecida como *gold specie flow*. Hume em sua análise não considerava o papel do crédito, nem dos fluxos de capitais. Ademais, em 1752 ainda havia a predominância das moedas metálicas, ou seja, não seria um modelo aplicável para um sistema monetário internacional baseado no crédito e com moedas nacionais não metálicas, como se apresenta o padrão-ouro a partir de 1870, quando este se tornou de fato um padrão internacional. Neste período as principais economias como a Inglaterra, a França e Alemanha<sup>8</sup> já haviam desenvolvido um sistema bancário institucionalizado a partir da criação de um banco central. Na Inglaterra, desde o final do século XIX, praticamente não havia mais circulação de moedas de ouro, exceto em pequenas transações, e o sistema bancário já havia atingido alto grau de integração.<sup>9</sup> De acordo com estimativas da Liga das Nações, em 1913, mais de 85% da circulação monetária mundial era em forma de papel-moeda e depósitos bancários, ao passo que o ouro representava apenas 10% deste total.<sup>10</sup>

A Comissão Cunliffe – um grupo formado pelo governo britânico, em 1918, para analisar os problemas monetários do pós-guerra<sup>11</sup> – na tentativa de esquematizar o funcionamento do padrão-ouro, buscaram no modelo de Hume os mecanismos de ajuste entre os países superavitários e deficitários, partindo do *a priori* que haveria um processo de ajuste automático que levaria ao equilíbrio dos balanços de pagamentos. Esta nova leitura do mecanismo *gold specie flow* visava explicar o processo de ajuste em uma economia na qual o meio circulante não fosse o ouro, e sim moeda fiduciária conversível em ouro a uma taxa fixa. Com base na visão de Hume, os juros internos deveriam ser flexíveis para garantir que um saldo externo positivo levasse a um aumento da base monetária – sendo a moeda exógena.

Assim como no esquema de Hume, o nível de preços nos países continuaria sendo determinado pela quantidade de ouro em suas reservas, e a livre mobilidade de capitais e o livre comércio levariam a um equilíbrio entre os níveis de preços dos diferentes países, e o ouro fluiria de maneira a manter esse equilíbrio.

---

<sup>8</sup> O banco central alemão foi criado em 1871, seguido pelos demais países como a Áustria, Itália, Suíça e Países escandinavos.

<sup>9</sup> Germer (1999:10)

<sup>10</sup> Triffin (1972:42)

<sup>11</sup> Eichengreen, (2000:52)

No entanto, a versão da Comissão Cunliffe continuava a prever um volume substancial de transações com ouro, o que não correspondia à realidade.<sup>12</sup> Assim, para explicar o mecanismo de ajuste sem a movimentação do ouro a explicação encontrada seria a visão que ficou conhecida como “regras do jogo”, incorporando o papel dos bancos centrais no processo de ajustamento por meio da manipulação da taxa de juros e intervenções no mercado aberto<sup>13</sup>. Para que este mecanismo funcionasse os bancos centrais deveriam seguir uma série de regras, como a não adoção de políticas de esterilização, de forma que as variações nas reservas em ouro resultassem em variações de mesmo montante na base monetária.

Suponha uma situação na qual um país esteja em déficit no balanço de pagamentos, ocorrendo uma saída de ouro. O banco central deste país se anteciparia e elevaria as taxas de juros. Na conta de capitais o aumento dos juros provocaria o influxo de capitais, ampliando suas reservas. Assim, o ajuste ocorreria através do manejo das taxas de juros, que faria com que todos os países tivessem um saldo do balanço de pagamentos em torno de zero.

Contudo, embora o esquema acima explique como os países conseguiriam impedir uma perda de reservas, as regras do jogo não explicam como a variação das reservas provocaria o ajuste automático dos preços e da competitividade pelo mecanismo *gold specie flow*. A fraqueza desta explicação reside no fato de que quando a taxa de juros é fixada exogenamente em um regime de câmbio fixo, a esterilização é automática e o Banco Central não tem a opção de não esterilizar a variação das reservas.<sup>14</sup>

Suponha que um país apresente superávit no balanço de pagamentos, com entrada de ouro. A princípio há uma pressão de valorização na moeda doméstica em relação ao ouro. Para manter a paridade fixa o Banco Central terá de comprar o excesso de ouro, o que levaria ao aumento da base monetária. Este aumento da base monetária provocaria uma redução das taxas de juros no mercado, e para impedir que isso ocorra, o Banco Central precisa retirar o excesso de moeda em circulação vendendo títulos públicos.<sup>15</sup> Ou seja, se o Banco Central não esteriliza a compra de ouro isso provocará um aumento da base monetária e a queda da taxa de juros, de forma que o Banco Central teria que permitir a variação da taxa de juros, abrindo

---

<sup>12</sup> Ibid., 2000: 53

<sup>13</sup> Eichengreen, 2000: 53; Bordo, 1984

<sup>14</sup> Serrano & Summa, 2014

<sup>15</sup> No final, a entrada de divisas não altera o tamanho do balanço do banco central, pois resulta em um aumento das reservas, e uma redução do mesmo montante da quantidade de títulos públicos na carteira do banco central. No lado do passivo a base monetária permanece inalterada.

mão de sua fixação. Inversamente, se o Banco Central persegue a manutenção da taxa de câmbio fixa e a taxa de juros determinada por ele, a esterilização é inevitável. Ou seja, no regime de câmbio fixo o Banco Central não pode fixar a taxa de juros e deixar de esterilizar a compra de divisas.

Portanto, para que o ajuste de preços ocorra por meio do *gold specie flow*, de forma que mudanças na base monetária levem a mudanças de preços, é preciso que o Banco Central não esterilize a variação das reservas, deixando a base monetária variar e abrindo mão da fixação da taxa de juros. Por outro lado, quando a taxa de juros é exógena, a esterilização é automática e variações das reservas não alteram a base monetária. Assim, o ajuste dos preços não pode ser explicado por este mecanismo.

O trabalho de Ragnar Nurkse (1944) visa demonstrar que entre 1922 e 1938 os bancos centrais não jogaram conforme as regras do jogo, adotando políticas de esterilização, o que juntamente com a crescente rigidez dos preços e salários teria impossibilitado o retorno ao padrão-ouro. Nurkse supõe que o não cumprimento das regras explicaria porque o padrão-ouro operou de forma disfuncional durante as décadas analisadas. No entanto, o trabalho de Arthur Bloomfield (1959) utiliza a mesma metodologia de Nurkse para mostrar que no período entre 1880-1913 os bancos centrais tampouco jogaram dentro das “regras do jogo”, praticando políticas de esterilização. Bloomfield (1959) observa que, durante os vinte anos que antecederam a Primeira Guerra Mundial, havia uma tendência para ascensão e queda simultânea nas taxas de redesconto, ou seja, um movimento de convergência entre as políticas monetárias – e não um movimento divergente como deveria ocorrer caso os bancos centrais operassem conforme as regras do jogo.<sup>16</sup>

A estabilidade do padrão-ouro até 1914 é explicada por alguns autores pelo cumprimento das “regras do jogo”, e a sua ruptura após a primeira guerra mundial seria oriunda do abandono da cartilha de regras por parte das autoridades monetárias dos países. Após a guerra os bancos centrais teriam deixado de trabalhar de forma coordenada, e passaram a adotar políticas de esterilização - impedindo o movimento de ajuste automático entre os países, tornando o padrão-ouro disfuncional. Este trabalho visa refutar estas perspectivas e demonstrar que na realidade o padrão-ouro nunca operou sob tais regras. Utilizaremos os trabalhos de Eichengreen (2000), Triffin (1972), De Cecco (1978) e Serrano (2002) para sustentar a crítica aqui levantada.

---

<sup>16</sup>Eichengreen, 2000: 60; Triffin, 1964

### Quadro 1. Regras no padrão-ouro (1870-1914)

- I- Fixar um preço oficial para o ouro ou uma banda cambial, e garantir a conversibilidade da moeda nacional em ouro ao preço estabelecido.
- II- Não restringir a exportação ou importação de ouro de forma privada, pela população, ou impor qualquer restrição às transações na conta corrente ou capital.
- III- Lastrear a moeda nacional e as moedas bancárias com as reservas em ouro, e condicionar o aumento da oferta monetária ao aumento das reservas de ouro disponíveis.
- IV- Se a regra número I é temporariamente suspensa, restaurar a conversibilidade à paridade tradicional assim que possível - se necessário deflacionando a economia doméstica.
- V- Permitir que o nível de preços (cuja âncora é determinada pela quantidade de ouro) seja endogenamente determinado pela demanda e oferta mundial de ouro.
- VI- Preços e salários flexíveis para possibilitar o ajuste de preços quando ocorre variação no estoque de ouro.
- VII- Ausência de políticas de esterilização na base monetária.

## 1.2. REFUTANDO AS “REGRAS DO JOGO”

### 1.2.1. EICHENGREEN

Eichengreen advoga que para compreender o funcionamento do padrão-ouro é necessário ter em conta que se tratava de uma instituição socialmente construída, e cuja viabilidade dependia do contexto no qual operava. O padrão-ouro seria uma instituição característica de um momento histórico, não sendo um modelo aplicável em outros contextos. Para o autor as características fundamentais no cenário histórico anterior à Primeira Guerra Mundial que possibilitavam o ajuste dos balanços de pagamentos eram: i) um sistema de solidariedade internacional entre os países e ii) a prioridade atribuída pelos governos, das potências centrais, à manutenção da conversibilidade.<sup>17</sup>

A cooperação internacional, de acordo com Eichengreen, explicaria o movimento de convergência entre as taxas de juros dos países. A elevação da taxa de juros de um determinado país levaria os demais países a perderem reservas de ouro caso mantivessem suas taxas de juros inalteradas, ao passo que a redução dos juros em apenas um país faria com que esse experimentasse um afluxo de ouro, caso os demais países permanecessem em um patamar de juros mais elevado. Assim, havia a necessidade de coordenação para que os países não tivessem a conversibilidade de suas divisas ameaçadas.

---

<sup>17</sup>Eichengreen, 2000: 57

De acordo com o autor o sistema operava sob a convenção “faça o que o mestre mandar”, onde o Banco da Inglaterra – o Banco Central mais influente à época – sinalizava a necessidade de agir, e a sua taxa de juros se constituía no ponto focal para que os demais países agissem e coordenassem as condições de crédito mundiais. Os juros ingleses iniciavam o movimento, que seguido pelos demais países, harmonizava o funcionamento do sistema.<sup>18</sup>

Além disso, Eichengreen considera que as políticas de cooperação entre os bancos centrais foram fundamentais para a sustentação do padrão-ouro, dando como exemplo a crise do Baring em 1890, na Inglaterra, quando uma corrida aos bancos ingleses ameaçou a conversibilidade da libra e o país se viu compelido a escolher entre salvar o seu sistema bancário ou a conversibilidade de sua moeda. A solução foi um empréstimo ao Banco da Inglaterra concedido pelo Banco da França e pelo Banco Estatal Russo, que viram a necessidade de socorrer a Inglaterra – tendo em vista a centralidade de seu sistema financeiro e a sustentação da libra.

A segunda característica história que permitia o ajustamento do padrão-ouro, o compromisso com a conversibilidade, é explicado por Eichengreen com base na flexibilidade dos salários nominais.

Na visão do autor a flexibilidade dos salários nominais permitia que um choque no balanço de pagamentos acomodasse uma redução nos gastos domésticos através de uma queda nos preços e custos, aumentando a competitividade do país e ampliando as exportações líquidas, sem que houvesse um aumento no desemprego. Assim, os bancos centrais manejavam os juros, tendo em vista apenas a manutenção da conversibilidade, e não sofriam pressões sociais advindas da classe trabalhadora.

O compromisso das autoridades monetárias com a conversibilidade fazia com que o ajuste ocorresse através do mercado:

Quando ocorriam flutuações na moeda, os investidores reagiam de maneiras que contribuíam para uma estabilização. Digamos que a taxa de câmbio caísse, aproximando-se do ponto de exportação de ouro (um patamar em que a moeda doméstica era suficientemente barata para que resultasse lucrativo convertê-la em ouro, exportar esse ouro e usá-lo para adquirir moeda estrangeira), o banco central começaria a perder reservas. Mas ocorreria uma entrada de fundos do exterior no país, em que a antecipação aos lucros que seriam auferidos por aqueles que tivessem investido em ativos domésticos, depois que o banco central tomasse medidas para fortalecer a taxa de câmbio. Uma vez que não havia dúvidas sobre o compromisso das autoridades para com a paridade, registravam-se rapidamente entradas de capital, e em quantidades significativas. Assim, a taxa de câmbio registrava

---

<sup>18</sup>Eichengreen, 2000: 61

automaticamente uma valorização, reduzindo a necessidade de intervenção por parte do banco central. (EICHENGREEN, 2000: 59)

Os fluxos de capitais tinham um efeito estabilizador, permitindo que os bancos centrais pudessem jogar “fora das regras do jogo” durante certo tempo, e adotar políticas de esterilização que reduziam o impacto das perdas das reservas sobre a oferta monetária. O compromisso com a conversibilidade no longo prazo dos países determinava o grau de confiança dos investidores, de forma que quanto maior a credibilidade do país, maior a liberdade do seu banco central para “desobedecer às regras”. Ademais, o ajustamento através dos fluxos de capitais internacionais explicaria a ausência de movimentos significativos de ouro entre os países.<sup>19</sup>

O argumento do autor é que até 1914 os bancos centrais não tinham como objetivo controlar o nível de atividade econômica, e sim proteger as reservas tendo em vista a garantia da conversibilidade. Contudo, o crescimento do movimento sindical e a maior participação política dos trabalhadores após a Primeira Guerra Mundial teriam criado, na visão do autor, uma rigidez salarial, não permitindo mais que os custos de produção e os preços fossem restabelecidos por meio do ajustamento descendente nos salários, como supostamente ocorria no período áureo do padrão-ouro. Assim, o compromisso com a conversibilidade teria sucumbido às pressões do sindicalismo, e os salários deixaram de reagir às instabilidades com a tradicional rapidez.<sup>20</sup>

A perspectiva de Eichengreen é refutada por Triffin<sup>21</sup>, pois o autor aponta que mesmo no século XIX os ajustamentos descendentes dos salários raramente atingiam uma amplitude tão grande. Os declínios reais de salário foram muito mais significativos na década de 1920, na depressão de 1920-1922 chegando a 37% no Reino Unido, e nos primeiros anos da Grande Depressão, com a queda de 22% nos salários reais dos Estados Unidos e da Alemanha. Além disso, Triffin ressalta o caráter hierárquico do SMI sob o regime do padrão ouro-libra, apontando que os fluxos de capitais estabilizadores eram restritos aos países do centro. Na periferia do sistema ocorria justamente o oposto, a ausência de fluxos de capitais compensatórios levava à redução do nível de atividade econômica, e posteriormente aos

---

<sup>19</sup>Eichengreen, 2000: 57

<sup>20</sup> Ibid., 2000: 75

<sup>21</sup>Triffin, 1972: 27

episódios de crises financeiras estes países eram obrigados a abandonar a paridade de suas moedas em relação ao ouro.<sup>22</sup>

### 1.2.2. TRIFFIN

De acordo com Triffin, a manutenção de índices relativamente rápidos de expansão monetária na segunda metade do século XIX era condicionada por dois fatores: 1) o salto espetacular na produção de ouro, seguida à descoberta de novos campos auríferos e ao melhoramento das técnicas de mineração e purificação; 2) a elasticidade e adaptabilidade das instituições monetárias e bancárias, bem como na enorme economia de metais preciosos que resultou de sua crescente transferência da circulação entre o público para os cofres de reserva dos bancos comerciais e dos bancos centrais nacionais.<sup>23</sup> O ritmo da expansão monetária era condicionado pela capacidade dos sistemas bancários nacionais em acumular reservas de ouro, pois a emissão da moeda fiduciária era lastreada nas reservas do metal e de divisas estrangeiras.

A Primeira Guerra Mundial marcou o final da estabilidade deste processo de criação monetária, pois a reconstrução do pós-guerra forçou aumentos substanciais e inflacionários no passivo monetário dos sistemas bancários nacionais, enquanto a produção de ouro não se expandiu no ritmo necessário para acompanhar os esforços da reconstrução.<sup>24</sup> A Inglaterra havia suspenso a conversibilidade da libra no início da guerra, e a tentativa de retorno ao padrão-ouro em 1920 fracassou em decorrência de alguns fatores, como a adoção de políticas monetárias incompatíveis com um grau moderado de estabilidade nos preços e taxas de câmbio – alguns países desvalorizaram suas moedas, como a França, enquanto a Inglaterra retornou à conversibilidade com a libra sobrevalorizada, perdendo a competitividade no comércio internacional. Ademais, a restauração da conversibilidade da libra se deu por meio de capitais especulativos que alimentaram as reservas inglesas. Estes capitais haviam migrado do continente para Londres, e ao final da década se apresentavam como um desafio para a Inglaterra, uma vez que estavam sendo repatriados pelos seus países de origem ou atraídos por Wall Street. Apesar dos esforços do Banco da Inglaterra para conservar suas reservas de ouro,

---

<sup>22</sup> Quando os países periféricos apresentavam déficits em conta corrente, na ausência de fluxos estabilizadores, estes países eram obrigados a reduzir o nível de atividade econômica tendo em vista a redução das importações. A recessão provocava a queda dos preços e salários nominais, elevando a taxa de juros real, o que agravava a crise financeira. No limite os países eram obrigados a abandonar a conversibilidade de suas moedas. (Triffin, 1974; Serrano, 2002)

<sup>23</sup> Triffin (1972: 47)

<sup>24</sup> Ibid. (1972: 51)

como o acordo com o presidente do Federal Reserve de Nova York, para manter a taxa de juros da Inglaterra mais elevada que a dos Estados Unidos, e o acordo com os demais países que mantinham parte substancial de suas reservas em libras; a Crise de 1929 e o impacto desta sobre as economias européias tornaram impossível a manutenção da conversibilidade da libra, suspensa em 1931.<sup>25</sup>

Em sua análise Triffin (1972) refuta que o padrão-ouro até 1914 tenha operado conforme as regras do jogo. Esta seção expõe as principais críticas do autor à visão clássica sobre o funcionamento do padrão-ouro, apontando que i) a estrutura do sistema era hierarquizada em torno da Inglaterra; ii) as políticas de esterilização não foram uma inovação do pós-guerra; iii) houve uma mudança na composição do dinheiro com a predominância do papel-moeda; iv) os movimentos de capital eram mais importantes do que se supunha, e processo de ajustamento do padrão-ouro não dependia de qualquer tendência para o equilíbrio nos balanços de pagamentos nacionais.

i) A estrutura hierárquica do padrão-ouro

Assim como Eichengreen, Triffin aponta a centralidade da taxa de juros inglesa no padrão-ouro. Enquanto os teóricos clássicos do padrão-ouro caracterizam o funcionamento do sistema como uma série de regras simétricas a todos os países, de forma que a taxa de desconto deveria ser manipulada com o objetivo de equilibrar os balanços de pagamentos dos países, amortecendo os movimentos de capitais, Triffin aponta os impactos das taxas de juros não era tão uniforme quanto se supõe. Havia uma diferença entre os países com mercados bem desenvolvidos, e os demais, considerados periféricos. De acordo com o autor, os países importadores de capitais possuíam menor capacidade de influenciar o ritmo de suas importações de capital, sendo estas determinadas pelas condições encontradas nos principais centros financeiros. Londres, por outro lado, utilizava as alterações nas taxas de desconto e de juros para controlar o ritmo das exportações de capital, conforme o necessário para proteger as reservas da Inglaterra.

Além da existência de uma maior autonomia e eficácia das políticas monetárias nos países mais desenvolvidos, a assimetria era ainda maior quando se tratava da economia inglesa. Havia uma clara assimetria entre a autonomia da política monetária inglesa e o resto do mundo, decorrente do uso da libra como reserva de caixa pelos bancos de outros países,

---

<sup>25</sup> Triffin (1972:51-54)

principalmente no império britânico. Assim, os superávits e déficits entre a Inglaterra e seu império, e com os demais países que acumulavam reservas em libras, eram amortecidos por essas reservas, o que levava a grandes alterações nos depósitos bancários ingleses e não à entrada ou saída de ouro, não alterando o volume das reservas inglesas.<sup>26</sup>

Finalmente, o enorme papel desempenhado pelo mercado de desconto de Londres no financiamento das exportações de alimentos e matérias-primas dos países menos desenvolvidos provavelmente conferiu à política de taxas de desconto do Banco da Inglaterra uma influência em termos de comércio britânico – e balanço de pagamentos – que escapou à atenção dos teóricos econômicos. Os aumentos nas taxas de desconto tendiam na verdade – como geralmente se afirma – a reduzir os preços e custos ingleses, melhorando a possibilidade de competição das exportações inglesas nos mercados mundiais, e dos produtos feitos para substituir os importados no mercado interno. (Triffin, 1972:28-29)

ii) As políticas de esterilização antes da Primeira Guerra Mundial

Quanto ao uso de políticas de esterilização, Triffin afirma que estas não foram uma inovação do pós-guerra a partir do trabalho de Bloomfield (1959).<sup>27</sup>

Além disso, de acordo com o autor, o método utilizado por Nurkse para definir políticas de neutralização, ou esterilização, incluem casos nos quais as flutuações na carteira de títulos interna no banco central contrabalanceavam apenas uma fração, não importando quão pequena, das alterações do ativo internacional. Ou seja, mesmo que o banco central não esterilizasse todo o aumento das reservas internacionais, ainda assim seria considerada como uma política de esterilização. No entanto, como ressalta o autor, em muitos casos ainda havia uma correlação positiva entre o aumento das reservas e o aumento da base monetária, mesmo após a esterilização. Para Triffin, o aumento da base monetária seria decorrente do multiplicador bancário privado, segundo os requisitos habituais de caixa e de liquidez. Desta forma, em um país com um sistema bancário desenvolvido, um pequeno aumento da base monetária decorrente do aumento das reservas internacionais (ainda que parte deste aumento tenha sido neutralizado), levaria a um aumento da base monetária em decorrência do efeito do multiplicador bancário. As análises mais abstratas sobre o padrão-ouro, que não consideram os efeitos do sistema bancário, perdem de vista o impacto sobre a oferta de moeda que uma pequena elevação nas reservas causaria.

O balanço dos bancos centrais, no período correspondente ao padrão-ouro, pode ser esquematizado da seguinte maneira: 1) o passivo do banco central corresponde à base

---

<sup>26</sup>Triffin (1972:28-29)

<sup>27</sup> Ibid. (1972: 27)

monetária; 2) os ativos são compostos pelas reservas internacionais e pelos títulos públicos. Uma política de esterilização, ou neutralização, ocorre quando há uma entrada de divisas – ou ouro – e o banco central emite títulos públicos para absorver o aumento da oferta monetária, ampliando a quantidade de reservas. Assim, o passivo do banco central (base monetária) permaneceria inalterado, e haveria uma mudança no portfólio dos ativos, um aumento das reservas e redução dos títulos públicos. A base monetária permaneceria inalterada somente no caso de uma esterilização completa, pois no caso de uma esterilização parcial haveria o aumento da quantidade de moeda decorrente do efeito gerado pelo multiplicador bancário.

Estas análises que perdem de vista os efeitos do sistema bancário sobre a oferta de moeda também desconsideram a mudança na composição do dinheiro, pois consideram o impacto das políticas de neutralização de “um para um”, que ocorreria caso o ouro fosse o principal ativo de circulação monetária, como se supõe nas análises mais abstratas, mas que não se verificava na prática uma vez que o uso progressivo do papel-moeda alterou a composição do dinheiro nas principais economias nacionais desde a segunda metade do século XIX.<sup>28</sup>

### iii) A mudança na composição do dinheiro

O esquema criado por Hume para explicar o mecanismo dos preços no padrão-ouro era baseado em um sistema monetário no qual as moedas metálicas eram o principal, ou único, meio de pagamento. No entanto, em meados do século XIX, após as Guerras Napoleônicas, ocorreram alterações na estrutura real do volume de dinheiro, de forma que as moedas metálicas – de ouro e prata – saíram progressivamente de circulação, ao passo que o papel-moeda e os depósitos bancários tornaram-se os principais meios de pagamento. Esta mudança foi resultado da criação dos bancos centrais que passaram a acumular o ouro em suas reservas, em contrapartida à emissão de dinheiro fiduciário, lastreado nas reservas de ouro em posse dos cofres públicos. O ouro tornou-se cada vez mais ‘o fiador primordial da estabilidade de câmbio internacional’<sup>29</sup>, pois a pronta conversibilidade das moedas fiduciárias em ouro garantia a aceitabilidade das mesmas fora de suas fronteiras.

Foi justamente a expansão monetária a partir da criação de moeda escritural que permitiu a conciliação entre os altos índices de crescimento econômico e a estabilidade do preço do ouro, além das taxas de câmbio. Assim, a estabilidade de preços no século XIX

---

<sup>28</sup> Triffin (1972:28)

<sup>29</sup> Ibid. (1972:46)

atribuída ao padrão-ouro só foi possível a partir da criação de moeda fiduciária, pois em um sistema em que predominassem as moedas metálicas não haveria uma expansão suficiente da oferta monetária para manter a estabilidade dos preços vis-à-vis a expansão do comércio e da economia mundial. Entre 1849 e 1872 o crescimento de moeda fiduciária correspondeu a mais de 70% dos acréscimos monetários totais, e até 1914 este valor chegou a 95%.<sup>30</sup> De acordo com Triffin (1972: 43): ‘o século XIX poderia ser mais exatamente descrito como o século de um novo e ascendente padrão de dinheiro de crédito, e da eutanásia do ouro e da prata como moeda, e não como o século do padrão-ouro’.

iv) O papel dos movimentos de capital e o ajustamento no padrão-ouro

Finalmente, em oposição aos seguidores de Hume, Triffin afirma que o processo de ajustamento do Balanço de Pagamentos (e portanto, estabilização das reservas em ouro) não dependia de qualquer equilíbrio na conta corrente, e critica as análises clássicas acerca do funcionamento do padrão-ouro, denunciando que as mesmas perdem de vista a importância dos movimentos internacionais de capital e de suas flutuações, pois é dada uma ênfase desproporcional às flutuações relativas de preços e custos como fator principal nos desequilíbrios dos balanços de pagamentos e sua correção.

O autor aponta que, na realidade, os movimentos de capitais amorteciam grandes e persistentes déficits e superávits na conta corrente – e a correção só era exigida em um prazo extremamente longo. As evidências históricas apontam que os países em desenvolvimento, como os Estados Unidos, Canadá, Argentina e Austrália, mantiveram durante anos déficits grandes e persistentes na conta corrente, financiados por crescentes importações de capital advindos dos países desenvolvidos da Europa Ocidental. Era permitido que esses países acumulassem déficits durante certo período de tempo, da mesma forma que o Reino Unido apresentou superávits persistentes e crescentes na conta corrente por mais de um século.

Estes superávits no balanço de pagamento britânico são explicados pelos lucros da Grã-Bretanha advindos de seus investimentos no exterior, que coincidia com grandes e crescentes déficits na conta de mercadorias<sup>31</sup>. A receita líquida obtida a partir de serviços e remessas de lucro contrabalanceava o déficit crescente na conta comercial. Desde 1906 a Grã-Bretanha já apresentava déficits no saldo comercial - que eram contrabalanceados pelos superávits advindos dos investimentos de longo prazo em países como Estados Unidos,

---

<sup>30</sup> Ibid. (1972: 45)

<sup>31</sup> Cerca de 670 milhões no período 1906-1913. Ver Triffin (1972: 31)

Argentina e Canadá -, mas o déficit comercial ampliou em decorrência da guerra, fazendo com que o país tivesse que recorrer à empréstimos nos Estados Unidos, e liquidar parte dos investimentos no exterior para financiar as suas importações.

A partir de 1914 a Grã-Bretanha ampliou o déficit na conta de mercadorias, e tornou-se devedora dos Estados Unidos, enquanto era emprestadora dos países da Europa Ocidental. Os déficits crônicos na conta de mercadorias, e as dívidas contraídas pela Grã-Bretanha junto aos Estados Unidos durante o período da guerra impossibilitaram que as condições de manutenção do padrão-ouro fossem mantidas após o conflito, como demonstram as análises expostas na próxima seção.

### 1.2.3. A PERSPECTIVA GEOPOLÍTICA: O PADRÃO OURO-LIBRA

Em oposição ao pensamento de Hume e seus seguidores, De Cecco (1974) e Serrano (2002) advogam que o padrão-ouro era na realidade um padrão ouro-libra, sendo a libra a moeda internacional. Suas análises dão ênfase para a Inglaterra na sustentação do padrão-ouro, pois sendo o país emissor da moeda-chave internacional, a liquidez e o ritmo de expansão da economia mundial eram ditados pelo ritmo da economia inglesa. Além disso, o papel de Londres como principal praça financeira mundial a partir de 1870 é fundamental para compreender o funcionamento do padrão ouro-libra.

Nesta perspectiva, um dos argumentos que invalidaria a possibilidade de o ajustamento ocorrer como supunham os teóricos das *regras do jogo* é que no padrão ouro-libra a taxa de juros fixada pela Inglaterra era a taxa de juros internacional. Sendo assim, em um regime de câmbio fixo as autoridades dos demais países não poderiam deixar os juros variarem muito em relação às mudanças nos juros ingleses sem levar a uma desvalorização ou valorização indesejada do câmbio – e as políticas de esterilização seriam inevitáveis.

O arcabouço da maioria das análises sobre o padrão-ouro internacional antes de 1914 é ortodoxo, pois se baseiam no modelo de comércio internacional clássico, formulado por Adam Smith e aprimorado por David Ricardo. Ricardo, ao formular as teorias das vantagens comparativas, expressa completa fé no esquema de Hume e advoga que a especialização produtiva dos países, e o livre comércio internacional levarão a um equilíbrio dos preços entre os países. Assim, o padrão-ouro foi cunhado pela ortodoxia como o padrão monetário internacional responsável por manter a estabilidade dos preços internacionais.

In the classical model there is only space for an international equilibrium mechanism based on movements of absolute and relative prices. The equilibrating medium is gold, flowing from one country to another. And gold- according to Ricardo- flows when there are changes in the conditions governing the production of commodities in one country, while they remain unchanged in the rest of the world. Following a very rigid version of the quantity theory of money, he asserts that gold flows cause prices to increase in the country which receives them so that technological superiority is neutralised by price increases, and equilibrium is regained. (De Cecco, 1974: 6)

De Cecco (1974: 16) aponta para a necessidade de uma análise que capte a real essência do funcionamento do sistema monetário internacional no pré-guerra, e que substitua a ortodoxia monetária predominante por uma análise mais realista. Assim, o seu trabalho tem como objetivo preencher essa lacuna da heterodoxia na economia monetária internacional.

Para De Cecco (1974: 20) o padrão ouro-libra funcionava da seguinte forma: a Inglaterra possuía déficits comerciais com a Europa e os Estados Unidos, e superávits com os países que compunham o império inglês. As filiais dos bancos nas suas colônias e a City de Londres possibilitavam uma rede de empréstimos internacionais, de forma que os investimentos de longo prazo no exterior, estendidos pela City, seriam sustentáveis na medida em que o dinheiro investido retornasse como pagamentos das exportações inglesas para o império. Ademais, Londres atendia a demanda por empréstimos – denominados em libras – de países como Estados Unidos, Canadá e Austrália, cujas rendas nacionais cresciam, ao passo que atraía ouro de outros países europeus através das mudanças na taxa de desconto do Banco da Inglaterra.

Assim, para compreender o padrão ouro-libra é necessário entender como funcionava o balanço de pagamentos da Inglaterra. A estrutura do balanço de pagamentos de qualquer país é exposta da seguinte maneira:

$$VR = CC + CK (1)$$

Onde,

$VR$  = Variação das Reservas

$CC$  = Conta Corrente

$CK$  = Conta de Capitais

A variação das reservas no padrão-ouro consiste na variação líquida no estoque de ouro do país (VO). A conta corrente é calculada pelo saldo comercial, exportações menos importações ( $X-M$ ), somado à renda líquida enviada ao exterior (RLX), que é o saldo de serviços e rendas, correspondente ao pagamento de juros e lucros. A conta de capitais corresponde à variação total dos ativos, calculado como a variação dos ativos de longo prazo (VALP), que corresponde aos empréstimos de longo prazo e IDE no exterior, somada à variação dos ativos de curto prazo (VACP).

A equação pode ser escrita assim:

$$VR = (X - M) + RLX - (VALP + VACP)(2)$$

Note que o resultado da conta de capitais corresponde à variação dos ativos com sinal negativo.

Serrano (2002: 239)<sup>32</sup>, escreve a equação do balanço de pagamentos do país central no padrão-ouro como:

$$VO + VACP = X - M + RLX - VALP (3)$$

Nesta equação o saldo global do balanço de pagamentos do país central é definido como igual à variação líquida dos estoques de ouro deste país somada à variação dos ativos externos de curto prazo. Nesta equação um VACP negativo indica a entrada de capitais de curto prazo enquanto VACP positivo indica a saída de capitais de curto prazo. Da mesma forma um VALP negativo indica entradas de capitais de longo prazo enquanto VALP positivo saída de capitais de longo prazo.

A partir de 1890 a Inglaterra passou a apresentar déficit crônico na conta de mercadorias, mas que era compensado pelo saldo positivo dos serviços e rendas, pois apesar de ter perdido competitividade dos seus produtos manufaturados, a Inglaterra ainda liderava os serviços de frete e financeiros. Assim, os lucros e juros recebidos do exterior compensavam o saldo negativo da conta de mercadorias, e o saldo em conta corrente da Inglaterra era zero ou positivo. O desenvolvimento do sistema financeiro inglês e o capital acumulado durante a Primeira Revolução Industrial permitiram que a Inglaterra se tornasse o principal credor mundial, e o capital inglês foi responsável pelo financiamento externo da industrialização dos Estados Unidos e da Alemanha. Assim, o capital inglês migrou para o

---

<sup>32</sup>Com base no trabalho de Kindleberger (1987)

exterior em busca de empreendimentos lucrativos, como a construção de ferrovias e empréstimos que financiaram a Segunda Revolução Industrial.

Assim, a situação do BP da Inglaterra até 1914 era:

$$VO - VACP = X - M + RLX - VALP \quad (4)$$

Valendo,

$$VO = 0$$

$VACP < 0$  (indicando a entrada de ativos de curto prazo)

$VALP > 0$  (indicando a saída de ativos de longo prazo)

$$(X - M + RLX) \geq 0$$

Onde, a variação do estoque de ouro era zero, o saldo da conta corrente era zero ou positivo, e havia déficit global, uma vez que a grande saída de capitais de longo prazo decorrente dos empréstimos e investimentos diretos no exterior conferiam à variação dos ativos de longo prazo (VALP) um sinal positivo.

No entanto, o déficit global no balanço de pagamentos não se configurava como um problema para a Inglaterra. Nas palavras de Serrano (2002: 239):

Isso configura uma situação de déficit global na balança de pagamentos, porém como se trata do país central, esse déficit não cria problema algum. O motivo é simples. Os demais países que em conjunto terão um saldo positivo na BP não vão acumular ouro, e sim aplicá-lo em ativos de alta liquidez no próprio país central. Isso quer dizer que, para o país central, todo o saldo negativo da BP causado pelo grande VALP positivo será compensado exatamente por um fluxo de endividamento de curto prazo (VACP negativo), o que significa que a variação das reservas em ouro é exatamente zero.

Assim:

$$VO = VACP - VALP \quad (5)$$

$$VO = 0$$

É importante destacar que para o autor a taxa de juros é definida exogenamente pela autoridade central, de forma que a elevação da taxa de juros inglesa seria a responsável por

garantir que houvesse uma entrada de capital de curto prazo para balancear as saídas de capital de longo prazo.

Neste esquema, para que o déficit global da Inglaterra fosse sustentável era necessário que: 1) o país não apresentasse déficits crônicos na conta corrente; 2) a libra não desvalorizasse em relação ao ouro.<sup>33</sup> A primeira condição foi mantida até 1914, mas durante a guerra a Inglaterra tornou-se dependente das exportações americanas, e grande parte dos ativos ingleses no exterior – principalmente nos Estados Unidos – foram liquidados para pagar pelos esforços de guerra. A Inglaterra já era deficitária em relação aos Estados Unidos e à Alemanha desde o final do século XIX, mas o seu déficit comercial global era balanceado pelos superávits obtidos com os países do império, principalmente a Índia.

As a source of food, the Empire was inadequate as is shown by Britain's trade deficits with the United States, Argentina and Europe. As a source of raw materials the Empire was not unimportant but it could not satisfy the mother country's needs altogether. Britain needed at all costs a market where she could count on a constant growth of trade surplus: a market which would, above all, be large enough to square her trade accounts with the rest of the world. The empire, particularly India, was able to provide her with the market she needed: Imperial territories realized a large enough export surplus with the rest of the world to be put at the mother country's disposal. Britain retreat into imperial markets, and her staunch defence of the privileges she enjoyed there, is one of the principal keys to an understanding of world economic history in the 25 years of our period. (De Cecco, 1974: 29)

O aumento da demanda por matérias-primas e alimentos gerado pela guerra refletiu no déficit comercial inglês, além disso, a indústria inglesa perdeu competitividade após o conflito, em decorrência da sobrevalorização da libra na década de 1920. Os déficits crônicos na conta corrente do balanço de pagamentos inglês a partir da Primeira Guerra aumentavam o passivo externo líquido da Inglaterra, e para que as reservas de ouro se mantivessem inalteradas era necessário que a variação dos ativos de curto prazo (VACP) fosse maior que a variação dos ativos de longo prazo (VALP), o que significava que a Inglaterra estava captando mais a curto prazo do que emprestando a longo, aumentando as suas obrigações externas líquidas – medidas em ouro.<sup>34</sup>

$$VO - VACP = X - M + RLX - VALP \quad (6)$$

$$VO - VACP = (X - M + RLX) - VALP$$

---

<sup>33</sup> Serrano (2002: 238)

<sup>34</sup> Ibid. (2002: 241)

$$VO = [(X - M + RLX) - VALP] + VACP$$

$$\text{Valendo } (X - M + RLX) < 0 \text{ e } VO = 0$$

$$\text{Logo, } VACP > VALP$$

Era necessário que as reservas de ouro da Inglaterra permanecessem inalteradas para que a conversibilidade da libra pudesse ser sustentada, já que a desvalorização da libra não era uma opção, pois o financiamento dos déficits no balanço de pagamentos da Inglaterra através da entrada de ativos de curto prazo só ocorria em decorrência do prestígio da libra e a garantia de sua conversibilidade em ouro. Caso os ingleses desvalorizassem a libra os outros países poderiam exigir pagamentos diretamente em ouro em vez de ativos financeiros denominados em libras.<sup>35</sup> Assim, o autor refuta o pensamento clássico sobre o papel dos movimentos internacionais de ouro para o funcionamento do sistema, e afirma que, na realidade, a condição para o funcionamento do sistema era que o ouro permanecesse imóvel nos cofres da Inglaterra.

### 1.3.A CRÍTICA DE SERRANO À PERSPECTIVA DE TRIFFIN

#### *O monetarismo global de Triffin*

Com base no esquema exposto na seção anterior, o fracasso da tentativa de retorno ao padrão-ouro na década de 1920 não foi decorrente do desrespeito às regras do jogo, e tampouco, como argumenta Triffin, pelo fato das reservas internacionais de ouro não terem crescido de forma adequada para atender o crescimento da economia mundial.

O financiamento da I Guerra Mundial e da reconstrução do pós-guerra forçou, como sempre aconteceu nas guerras anteriores e posteriores, aumentos substanciais e inflacionários no passivo monetário dos sistemas bancários nacionais, enquanto a produção de ouro se expandiu num ritmo muito mais lento do que anteriormente. A proporção de reservas de ouro em relação à oferta de dinheiro – e o comércio exterior – caiu assim drasticamente, ficando bem abaixo dos níveis compatíveis com a manutenção da conversibilidade na maioria dos países beligerantes. (Triffin, 1972: 51)

A importância dos trabalhos de Triffin para a compreensão do sistema monetário internacional nos séculos XIX e XX não pode ser contestada. O autor é uma das principais contribuições para aqueles que buscam refutar as teorias clássicas sobre o padrão-ouro, e compreender o real funcionamento do sistema. Contudo, é imprescindível que sejam feitas as

---

<sup>35</sup>Serrano (2002: 241)

devidas críticas à perspectiva do autor, ainda que estas não invalidem as contribuições de seu trabalho.

A conclusão de Triffin é de que a restauração do padrão-ouro após a Primeira Guerra Mundial não foi possível em decorrência do descasamento entre a quantidade de ouro disponível nas reservas e o crescimento da economia mundial, de forma que a primeira não acompanhou a segunda, somado à má distribuição das reservas entre os países. Assim, Triffin, apesar de ser um autor heterodoxo, recaiu em um argumento com arcabouço teórico monetarista, que Serrano (2002) denomina de “monetarismo global”.

A crítica de Serrano (2002) neste sentido é que a expansão do comércio e da liquidez mundial não dependia do aumento das reservas em ouro, e sim do ritmo de expansão da economia inglesa, pois na realidade o padrão-ouro era um padrão ouro-libra, onde a libra era a moeda chave internacional. Ademais, o comércio mundial era financiado pelos bancos da City de Londres. Assim:

$$M.V = P.Y \quad (7)$$

Onde,

M: Base monetária

V: Velocidade de circulação da moeda

P: Nível de preços

Y: Nível de renda (para uma economia fechada), ou nível de comércio internacional

Na análise de Triffin (1972) a base monetária internacional (M) é o ouro, e como os bancos não criam ouro, o multiplicador monetário do ouro é 1. Além disso ele supõe que a velocidade internacional de circulação da moeda (V) é constante (embora ele enfatize a redução das transações em ouro em nível nacional). Então, para que haja um aumento do comércio internacional, dado que a velocidade (V) é constante, é necessário que haja um aumento na base monetária (M). Além disso, embora o Triffin admita que para haver crescimento do comércio mundial (Y) é preciso que o país central tenha déficits no balanço de pagamentos, em sua análise há um limite para a relação entre a quantidade de moeda-chave em circulação e as reservas em ouro desse país. Apesar deste esquema não estar presente no

trabalho de Triffin, a única explicação para que o crescimento do comércio internacional fosse condicionado pelo aumento das reservas de ouro é supor uma velocidade de circulação do ouro constante. Assim, Serrano considera a análise de Triffin monetarista global, pois enquanto na Teoria Quantitativa da Moeda, de Hume, na qual a base monetária (M) determina o nível de preços (P) em uma economia fechada, na análise de Triffin o nível de preços e a velocidade de circulação da moeda são dados, de forma que para aumentar o comércio global (Y) é necessário aumentar as reservas em ouro (M).

Serrano, por outro lado, considera que, além do ouro, a base monetária (M) relevante para a economia mundial é a quantidade de moeda chave em circulação e ativos denominados na mesma, no caso, a libra – e não há um limite para a relação entre a quantidade de moeda-chave em circulação e as reservas em ouro desse país. Assim, um crescimento do comércio internacional (Y) pode-se dar por meio de um aumento na base monetária (M) através do aumento na quantidade de libra em circulação, ou ativos financeiros denominados em libras. A velocidade de circulação (V) é uma contrapartida entre a quantidade de moeda fiduciária e a quantidade de ouro, de forma que:

Para uma dada taxa de juros inglesa, um certo ritmo de expansão do crédito, da demanda efetiva e do comércio mundial, a razão entre ativos de curto prazo em libras e ouro, seria crescente o tempo todo. Se quisermos podemos dizer que a “velocidade de circulação” do ouro aumenta continuamente. (Serrano, 2002: 245)

Serrano (2002) aponta que Triffin (1972) não considera o papel dos ativos de curto prazo denominados em libras na composição das reservas dos países no período analisado, pois considera como marginal a participação desses ativos na formação das reservas internacionais. O que provavelmente levou Triffin a não contabilizar os ativos de curto prazo na composição das reservas foi o pequeno efeito líquido dos fluxos de capitais (VALP – VACP), ainda que a variação dos ativos de curto de prazo (VACP) fosse crescente.

Finalmente, uma diferença fundamental entre os trabalhos de Triffin (1972) e de Serrano (2002) é que o primeiro não enfatiza a endogeneidade da oferta monetária e, portanto, o fato de que as taxas de juros são fixadas exógenamente pelos Bancos Centrais tendo em vista a situação no balanço de pagamentos, e logo, variam com base na situação da taxa de juros inglesa que – dada a assimetria do sistema, possui mais liberdade para variar. A crítica traçada por Serrano (2002) neste sentido é de que Triffin (1972), ao supor que as reservas em ouro mundiais deveriam crescer como condição para que o padrão-ouro acompanhasse o crescimento do comércio mundial, o autor perde de vista que a liquidez da economia mundial era, sobretudo, condicionada pelo ritmo da economia inglesa.

#### 1.4.CONCLUSÃO

Ao final deste capítulo é importante salientar as diferenças fundamentais entre os autores aqui apresentados.

Hume foi o primeiro teórico a tentar compreender o processo de ajustamento no padrão-ouro no século XVIII, no entanto, em seu modelo teórico o meio circulante predominante são as moedas metálicas, e não são considerados os fluxos de capitais permanentes entre os países. Assim, as tentativas posteriores tentaram incorporar estes dois elementos à análise de Hume, e o funcionamento do padrão-ouro foi explicado como um sistema de regras simétricas a serem seguidas pelos países, sendo as principais regras 1) a manutenção da conversibilidade e 2) não adoção de políticas de esterilização. A perspectiva das *regras do jogo* incorporou o papel dos Bancos Centrais e a manutenção da taxa de redesconto no processo de ajustamento do padrão-ouro, o que explicaria a ausência de movimentos significativos de ouro entre os países.

No entanto, esta análise é teoricamente falha, pois pressupõe uma taxa de juros exógena, ao mesmo tempo em que o nível de preços é determinado através da teoria quantitativa da moeda – de Hume. Assim, tanto a quantidade de moeda quanto a taxa de juros são determinadas exógenamente, o que torna o modelo teoricamente inválido. Ademais, o trabalho de Bloomfield (1959) comprova que mesmo antes de 1914 as políticas de esterilização eram uma prática comum dos países, o que refuta a ideia de que o sistema do padrão-ouro se baseava em um rígido código de conduta a ser seguido por todos países.

Os trabalhos de Eichengreen (2000), Triffin (1972), Serrano (2002) e De Cecco (1974) são perspectivas que visam romper com a visão a-histórica das análises que derivam do modelo de Hume. Eichengreen, considera que os dois elementos do contexto histórico que permitiram o funcionamento do padrão-ouro até a Primeira Guerra Mundial foram um sistema de cooperação e solidariedade internacional, e o compromisso das autoridades monetárias com a garantia da conversibilidade. Apesar de perceber a centralidade da Inglaterra e de sua taxa de juros no sistema monetário internacional, Eichengreen considera que a taxa de juros inglesa funcionava como um “ponto focal” para a fixação das taxas dos demais países, que seguiriam o seu movimento em um sistema de cooperação e coordenação – quando na realidade, como demonstram Serrano e De Cecco – sendo a libra a moeda internacional, a taxa de juros inglesa era a taxa de juros internacional, e os demais países eram obrigados a reajustarem suas taxas em relação aos juros ingleses para garantir da conversibilidade de suas

moedas em um sistema de câmbio fixo. Assim, ao considerar que havia algum tipo de coordenação entre os países, ou sistema de solidariedade internacional, o autor perde de vista o caráter impositivo que a política monetária da Inglaterra tinha no processo de ajustamento dos demais países.

A análise de Eichengreen quanto ao papel dos fluxos de capitais não difere muito da visão de Triffin, pois ambos consideram que os movimentos de capitais amorteciam grandes e persistentes déficits e superávits na conta corrente, e que a correção só era exigida em um prazo extremamente longo. No entanto, para sustentar o argumento de que estes fluxos de capitais estabilizadores permitiam que os bancos centrais jogassem fora das regras do jogo, Eichengreen aponta para o compromisso dos países na garantia da conversibilidade, dando ênfase para a suposta flexibilidade dos preços e salários que havia até a Primeira Guerra Mundial. Triffin, por outro lado, refuta que o ajuste dos preços ocorresse através da queda dos salários.

Triffin (1972), apesar de tentar romper com a ortodoxia das análises anteriores derivadas do pensamento de Hume, assume que no padrão-ouro o crescimento do comércio mundial era condicionado pelo crescimento da oferta de ouro físico, incorrendo em uma espécie de monetarismo global. Assim, as análises de Serrano (2002) e De Cecco (1974) parecem explicar melhor o mecanismo de ajuste do padrão-ouro ao levarem em conta as condições políticas do cenário anterior à Primeira Guerra Mundial, ou seja, a centralidade da Inglaterra e de seu sistema financeiro na economia mundial e a libra enquanto moeda-chave internacional, somadas ao papel dos fluxos de capitais internacionais.

Desta forma, o fim do padrão ouro-libra e o fracasso das tentativas de retorno parecem ter relação com a Primeira Guerra Mundial e a suas consequências geopolíticas<sup>36</sup>. A perda de competitividade da indústria inglesa desde 1870 e a relação deficitária com os Estados Unidos, foram agravadas pela guerra. Ademais, a Inglaterra perdeu a posição de credor mundial para os Estados Unidos, tornando-se uma economia devedora em função dos empréstimos americanos contraídos em período de guerra, aumentando seu passivo externo líquido – ou seja, suas obrigações em ouro. Sendo assim, o padrão ouro-libra não se apresentava como sinônimo de estabilidade, sendo justamente o oposto, um padrão cujas bases de sustentação eram frágeis, e que vinha se deteriorando desde o final do século XIX.

---

<sup>36</sup> Serrano (2002: 245)

O acúmulo de déficits em conta corrente e o aumento do passivo externo líquido inglês, agravado pelos empréstimos contraídos durante a Primeira Guerra Mundial, fizeram com que o ouro se movesse para os Estados Unidos – o país credor. Assim, o declínio da economia inglesa, e conseqüentemente do padrão-ouro, está diretamente relacionado à ascensão dos Estados Unidos como potência mundial.

Por fim, nas perspectivas de Serrano (2002) e De Cecco (1974) as taxas de juros são determinadas exógenamente, sendo necessário que os países possuam uma autoridade monetária que fixe as taxas de juros tendo em vista a situação do balanço de pagamentos. Sob esta visão os Bancos Centrais tornam-se instituições chave para garantir o ajustamento no padrão-ouro. Desta forma, para analisar os fatores que levaram ao colapso do padrão-ouro é necessário investigar a entrada e ascensão dos Estados Unidos no Sistema Monetário Internacional a partir da Primeira Guerra Mundial, com ênfase na criação do Federal Reserve System em 1913 e no desenvolvimento do seu sistema financeiro – como será visto no próximo capítulo.

## 2. A ENTRADA E ASCENSÃO DOS ESTADOS UNIDOS NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL

Entre 1870 e 1890 o domínio de Londres sobre as finanças internacionais era incontestável, mas durante as duas décadas seguintes surgiram outros centros financeiros, como Paris, Berlim e Nova York, e o sistema financeiro assumiu um caráter policêntrico até a Segunda Guerra Mundial<sup>37</sup>, quando os Estados Unidos assumiram a liderança do Sistema Monetário e Financeiro Mundial. É extremamente intrigante que a ascensão dos Estados Unidos, de uma economia periférica para o hall das potências centrais na ordem monetária e financeira internacional, tenha ocorrido tão rapidamente, e mais intrigante ainda que em 1931 o padrão ouro-libra tenha chegado ao fim. Parece impossível explicar o final do padrão-ouro internacional, e o declínio da economia inglesa sem considerar os Estados Unidos como uma peça chave do período entreguerras.

Londres se tornou o principal centro financeiro mundial, e a libra a moeda internacional, em decorrência do desenvolvimento do sistema financeiro inglês. O Peel's Act de 1844 concedeu ao Banco da Inglaterra o status de banco central – a partir do controle da emissão monetária e das reservas em ouro do país. O Peel's Act tinha como principal objetivo garantir que o Banco da Inglaterra fornecesse estabilidade ao sistema financeiro inglês, evitando os booms e as crises de crédito anteriores, e atuando também como emprestador de última instância<sup>38</sup>. A expansão do comércio internacional a partir de 1860, em decorrência da liberalização comercial transformou Londres na principal fonte de financiamento dos demais países, que recorriam à City em busca de recursos para financiar a exportação de commodities.

Accordingly London has become the sole great settling-house of exchange transactions in Europe [...] the number of mercantile bills drawn upon London incalculably surpasses those drawn on any other European city; London is the place which receives more than any other place, and pays more than any other place, and therefore it is the natural 'clearing-house'. The pre-eminence of Paris partly arose from a distribution of political power, which is already disturbed; but that of London depends on the regular course of commerce, which is singularly stable and hard to change. [...] Now that London is the clearing-house to foreign countries, London has a new liability to foreign countries. At whatever place many people have to make payments, at that place those people must keep money. A large deposit of foreign money in London is now necessary for the business of the world. (BAGEHOT, 1873: 33)

---

<sup>37</sup>De Cecco (1974: 104)

<sup>38</sup> Para mais ver Wood (2005: 75-88) e Meltzer (2003: 41)

A internacionalização dos negócios da City tornou o Banco da Inglaterra o guardião das reservas internacionais, pois os demais países passaram a depositar suas reservas em Londres – onde eram feitas as transações financeiras – e a libra ganhou o status de moeda internacional. Desta forma, os bancos ingleses poderiam optar por investir “em casa” ou nos demais países, pautando suas decisões pela opção que apresentasse maior rentabilidade a depender do período. A concessão de empréstimos para os demais países com a finalidade de financiar o comércio exterior dos mesmos deu impulso ao processo de internacionalização da City conduziu os bancos ingleses e a libra ao domínio do sistema monetário e financeiro internacional.

Neste contexto, as transações financeiras com os bancos americanos representavam uma parcela significativa dos negócios da City de Londres. Os Estados Unidos entraram na ordem monetária internacional em 1900, após a assinatura do Gold Standard Act, que instituiu o ouro como o padrão monetário oficial nos Estados Unidos. No início do século XIX os Estados Unidos já se apresentavam como uma economia industrial, contudo, sua entrada no sistema monetário e financeiro internacional se deu de forma periférica, uma vez que careciam de uma maior institucionalização de seu sistema financeiro, evidenciada pela ausência de um Banco Central.

De acordo com De Cecco (1974: 111) durante 1890 e 1914 os Estados Unidos se tornaram um gigante, com características particulares em relação às demais economias industriais europeias. Neste período os Estados Unidos eram: 1) a única economia exportadora de produtos manufaturados que também exportava commodities agrícolas; 2) a única potência ocidental importadora de capital; 3) a única potência que não possuía um banco central. Apesar da indústria dos Estados Unidos ter desenvolvido a passos rápidos desde 1870, a partir da segunda revolução industrial<sup>39</sup>, a economia do país ainda era organizada em torno da agricultura.

Para entender a dinâmica da economia americana neste período é necessário compreender a polarização entre o centro financeiro e industrial, localizado no leste, e a

---

<sup>39</sup>A segunda revolução industrial 1870-1914, diferente da anterior, foi marcada por novas tecnologias e desenvolvimento de indústria pesada, com ganhos crescentes de escala. A inovação tecnológica pedia amplos recursos financeiros para desenvolver a produção industrial. O fato de países como Estados Unidos e Alemanha apresentarem um crescimento significativo de sua população entre 1870 e 1914, advindo da imigração e unificação, respectivamente, contribuiu para o desenvolvimento do mercado nacional e logo para o desenvolvimento industrial. Ademais, a segunda revolução industrial foi marcada por uma nova organização industrial de conglomerados, com forte integração vertical e horizontal.

agricultura que se encontrava no sul e no oeste dos Estados Unidos. O sistema bancário americano era composto, em 1909, por não menos que 22.491 bancos<sup>40</sup> – e todos estavam conectados por depósitos interbancários, e principalmente conectados aos bancos de Nova York, onde estavam depositadas as reservas dos bancos nacionais. Os bancos nacionais eram sujeitos a uma regulação mais severa que os demais tipos de bancos sendo eles os bancos estaduais, bancos de depósito, e companhias de trust.

Os bancos de Nova York eram bancos comerciais e, apesar de receberem os depósitos dos demais bancos, não tinham a capacidade de criar reservas para o resto do sistema bancário. Assim, a única fonte de dinheiro para todo o sistema bancário americano era o *Money Market* de Nova York – onde se localizavam os depósitos interbancários. Qualquer crise de liquidez em qualquer lugar dos Estados Unidos era solucionada a partir de empréstimos no *Money Market* de Nova York. Na ausência de um Banco Central os bancos de Nova York eram responsáveis por fornecer liquidez à economia americana, por meio de empréstimos obtidos junto aos bancos de Londres.<sup>41</sup>

A estrutura financeira dos Estados Unidos era incapaz de atender ao ciclo sazonal de sua agricultura. A colheita, entre os meses de agosto e novembro, fazia com que o dinheiro se movesse de Nova York para as áreas agrícolas. Entre novembro e dezembro o dinheiro continuava a fluir para o sul e para o oeste do país, financiando os gastos com o transporte da mercadoria. Os meses de janeiro de fevereiro não possuíam muita atividade agrícola, mas nos meses de março e abril começavam os plantios, e o aumento da demanda por dinheiro para a compra de sementes. O dinheiro só retornava para os bancos de Nova York após os fazendeiros receberem o pagamento das mercadorias, o que significava longos períodos de escassa liquidez para todo o sistema bancário americano. As oscilações na demanda por crédito na economia americana impactavam diretamente no *Money Market* de Londres, que em última instância funcionava como um Banco Central para os Estados Unidos, injetando liquidez na sua economia.

Os Estados Unidos, apesar de serem os principais clientes dos bancos de Londres e depositarem grande parte dos superávits comerciais nos bancos da City, eram também a maior fonte de instabilidade para o sistema financeiro inglês. Toda a instabilidade na economia americana decorrente do seu caráter sazonal era amortecida pelo capital inglês. Além disso, os

---

<sup>40</sup> De Cecco, 1974: 112

<sup>41</sup> Este tema será aprofundado na próxima seção

Estados Unidos depositavam seus superávits em Londres, mas, diferentemente da Índia que detinha grande parte de suas reservas em libras, os Estados Unidos absorviam grandes quantidades de ouro. Antes da criação do Federal Reserve o Tesouro era responsável pelo armazenamento das reservas em ouro dos Estados Unidos, e dada a independência do Tesouro e do sistema bancário nacional – por motivos históricos – as reservas não eram depositadas no sistema bancário. Assim, os Estados Unidos acumulavam grandes quantidades de ouro, que não retornavam para o sistema bancário.

The combined gold reserves of the Treasury and the national banks grew to be a huge proportion of world official reserves: in 1889 they were worth 81 million pounds out of a total of 296 million; in 1899 they stood at 124 million out of 504; and in 1910 they totaled 273 million out of 867. The reserves of the three centre-countries combined (Great Britain, France, Germany) were worth no more than those of the United States alone. In 1910 the States even overtook them, contributing 273 million pounds against their 200 million. (DE CECCO, 1974:120)

Até a eclosão da Primeira Guerra os Estados Unidos eram a principal fonte de instabilidade para o sistema financeiro inglês, pois dada a capacidade de a economia americana gerar vultosos superávits – que seriam depositados em Londres – o Banco da Inglaterra se via obrigado a atender a enorme demanda por ouro proveniente dos Estados Unidos em determinados períodos do ano, uma vez que havia uma clara preferência por ouro, considerando que em 1914 os Estados Unidos possuíam 25% do total das moedas de ouro do mundo.<sup>42</sup> Após a guerra os Estados Unidos continuaram sendo um desafio para a Inglaterra, no entanto, a criação do Federal Reserve e a institucionalização de seu sistema financeiro deram à economia americana os contornos de uma potência central, e a instabilidade gerada pela entrada deste gigante no hall das potências centrais tornou-se uma ameaça para a Inglaterra, que via surgir um competidor à altura da libra: o dólar.

Este capítulo tem como objetivo mapear entrada dos Estados Unidos como uma economia central no Sistema Monetário e Financeiro Internacional após a eclosão da Primeira Guerra Mundial, com ênfase na criação do Federal Reserve System e o desenvolvimento do mercado de *acceptances* norte-americano.

## 2.1.A CRIAÇÃO DO FEDERAL RESERVE SYSTEM

---

<sup>42</sup> “The largest source of weakness for London was, however, the ‘American Account’. The United States used the London money market as its central bank [...] London thus had to absorb all seasonal oscillations in the American demand for money and to cope with all the US crisis that resulted from a combination of seasonal and exceptional disturbances” De Cecco (1974: 120-121)

Até a criação do Federal Reserve em dezembro de 1913 os bancos de Nova York atuavam como emprestadores de última instância para o sistema financeiro americano<sup>43</sup>. A New York Clearing House, a maior câmara de compensação interbancária dos Estados Unidos, foi criada em 1853 e funcionava como um mecanismo de cooperação entre os bancos para evitar que os mesmos acumulassem grandes saldos negativos, e conseqüentemente a redução do nível das reservas. O ajustamento diário dos balanços dos bancos contribuía para a estabilidade do sistema, evitando que uma redução no nível das reservas bancárias ocasionasse um movimento de manada por parte dos bancos que, visando proteger as suas reservas, acabavam por intensificar as crises de liquidez do sistema.

A Clearing House emitia certificados de depósitos bancários para a compensação das transações interbancárias, que funcionavam como meio de pagamento em períodos cruciais em que a demanda por crédito aumentava. Desta forma, a câmara de compensações de Nova York garantia uma maior elasticidade da moeda, contribuindo para a estabilidade do sistema financeiro americano.

A dificuldade de se criar um Banco Central nos Estados Unidos possuía raízes políticas na conciliação dos interesses públicos e privados. Por um lado, havia o temor de que um banco privado colocasse os interesses dos bancos acima do interesse público, por outro, a criação de um banco público sob o controle do governo incorria no risco de que interesses políticos guiassem a política monetária. Havia um impasse, pois o Banco Central seria um instrumento de poder tanto nas mãos dos bancos, quanto nas mãos do governo.

A crise de 1907 foi essencial para colocar em marcha o projeto para a criação de um Banco Central<sup>44</sup>, e em 1913 o Presidente Woodrow Wilson ofereceu uma solução para conciliar os interesses públicos e privados. Ele propôs uma parceria público-privada, com

---

<sup>43</sup>The New York banks acquired the position of the Bank of England in the monetary system. As the ultimate bankers' banks, they were custodians of the nation's gold reserve, and they financed the money markets, being pulled into the role of lender of last resort without benefit of the privileges of that Bank. (WOOD, 2005: 136)

<sup>44</sup>A crise teve início na semana do dia 21 de outubro, e a corrida aos bancos iniciou com o Knickerbocker Trust Company, segunda maior companhia de Trust de Nova York. Esta era uma companhia de Trust, e não um banco, ou seja, não emitia dinheiro. Não sendo um banco, tampouco era membro da New York Clearing House, que garantia liquidez aos bancos. Conforme a corrida às Companhias de Trusts assumiu proporções preocupantes para todo o sistema financeiro americano, os bancos foram forçados a suspender a conversibilidade de seus depósitos – em ouro e em dólares. Neste contexto, J.P Morgan e outras personalidades da esfera financeira, como os presidentes do National City Bank e do Chase National Bank, se reuniram com um plano de resgate no valor de US\$ 24 milhões. A crise evidenciou a necessidade de um Banco Central que atuasse como emprestador de última instância para injetar liquidez em caso de pânico, e garantir a estabilidade do sistema financeiro americano. (Silber, 2007: 49)

*reserve banks* (bancos de reserva) privados, semiautônomos, e supervisionados pelo *Board of Governors*<sup>45</sup>. As decisões dos bancos regionais deveriam passar pela aprovação do conselho, que era sediado em Washington. Os diretores dos doze *reserve banks*, representando os interesses comerciais, industriais, e financeiros de cada região, controlavam o portfólio de seus respectivos bancos e as condições do crédito e o nível da taxa de juros.<sup>46</sup> As novas regras buscavam centralizar as reservas em ouro do país, aumentando as reservas disponíveis em caso de crise, pois os *reserve banks* poderiam emprestar ouro entre si. Na prática, isso significava que se o sistema funcionava como um prestador de última instância, ele teria que coordenar as ações dos *reserve banks*, que eram semiautônomos.<sup>47</sup>

Assim, a estrutura inicial do Federal Reserve System refletia essa preocupação em conciliar a natureza pública do Banco Central, com o controle responsável sobre o dinheiro e o crédito. Ademais, a nova instituição seria responsável por prover uma moeda com valor estável e oferta elástica, a constituição de um sistema de pagamentos nacional eficiente, e os serviços de um prestador de última instância.<sup>48</sup> O Fed foi arquitetado com base no modelo dos Bancos Centrais europeus, mais especificamente o Banco da Inglaterra. Assim como na Inglaterra o principal objetivo da política monetária era proteger as reservas em ouro do país, o que nos Estados Unidos se converteu em uma preocupação com as taxas de juros do mercado no curto prazo e com as condições do *Money Market*.<sup>49</sup>

Quando criado em 1913, o presidente Wilson acreditava que o *Board of Governors* deveria funcionar como uma espécie de agência reguladora sobre os *reserve banks*, e o fato de se localizar na capital – em Washington – sinalizava que o conselho estava longe dos centros financeiros e de seus interesses, em Nova York. Contudo, com o passar dos anos o poder dos *reserve banks* se sobrepôs ao conselho, que contava com profissionais de competência inferior aos presidentes dos diversos bancos regionais, principalmente quando se tratava de Benjamin Strong, presidente do Fed de Nova York.<sup>50</sup>

---

<sup>45</sup> O Board of Governors era um conselho público composto por oito membros. Seis membros eram apontados pelo presidente, e os outros dois assentos eram ocupados pelo secretário do tesouro e pelo *comptroller* da moeda.

<sup>46</sup> Apesar dos *reserve banks* possuírem autonomia na determinação das taxas de juros, estes eram supervisionados pelo conselho, o que explica o caráter semiautônomo destes bancos.

<sup>47</sup>Meltzer (2003: 3)

<sup>48</sup>Wood (2006: 02)

<sup>49</sup>Meltzer (2003: 191)

<sup>50</sup>De acordo com Hicks (1989: 100) o sistema bancário necessita de um “centro” estabilizador que funcione como ponto focal para os demais bancos e que garanta a estabilidade do sistema, que possa intervir com ações anti-cíclicas caso haja uma crise. O autor aponta que nem sempre é necessário que este centro seja um banco

Strong viu no Federal Reserve Act a oportunidade de expandir internacionalmente as operações dos bancos americanos. Ele acreditava que o desenvolvimento de um mercado de câmbio e de *acceptances* era o meio de atingir o seu objetivo de maneira consistente com os objetivos do Fed. Em sua carreira na presidência do Federal Reserve de Nova York ele se tornou um ávido defensor dos princípios do padrão-ouro, e acreditava que a estabilidade dos preços era o resultado de uma política monetária bem-sucedida – e não seu objetivo. A visão de Strong sobre a política monetária, ou fixação das taxas de desconto, era semelhante à visão dos ingleses, influenciada pelos escritos de Bagehot (1853). Suas políticas são vistas como uma tentativa de recriar a Lombard Street em Wall Street, com o Federal Reserve System – particularmente o Banco de Nova York – atuando como o Banco da Inglaterra.<sup>51</sup>

## 2.2.A PRIMEIRA GUERRA MUNDIAL E A RESPOSTA AMERICANA

Com o início da guerra em julho de 1914, a corrida contra os bancos e instituições financeiras foi generalizada. Na Europa, tanto a França como a Inglaterra tiveram que adotar medidas como grandes empréstimos para descontar os papéis dos bancos e dos *Bill brokers*, corretoras de títulos, que se encontravam em dificuldade. Nos Estados Unidos a crise apresentou contornos ainda mais severos, uma vez que os Estados Unidos eram uma nação devedora, não possuíam um Banco Central, e o dólar ainda era uma moeda internacional relativamente fraca.

Ao final de julho de 1914 os europeus começaram a liquidar os investimentos em Wall Street, e passaram a transferir o ouro para a Europa, visando financiar os gastos de guerra. Os Estados Unidos, que haviam perdido parte da credibilidade do seu sistema financeiro com a crise de 1907, estavam cientes de que, caso houvesse uma corrida contra o dólar, enfrentariam uma grave crise financeira. Encontravam-se diante de um novo dilema, pois que o medo de que os Estados Unidos abrissem mão do padrão-ouro nos tempos de guerra fez com que o valor do dólar despencasse no início do conflito. Silber (2007) descreve como o Secretário do Tesouro, William G. McAdoo foi capaz de administrar a crise de 1914, que ameaçava a economia americana, e transformá-la em um triunfo no âmbito monetário.

---

central, como é comum pensarmos atualmente, no caso dos Estados Unidos no final do século XIX o centro estabilizador eram os bancos de Nova York. Nas crises anteriores, especialmente em 1907, Wall Street atuou como prestador de última instância e socorreu as instituições financeiras insolventes. O autor aponta que o Federal Reserve de Nova York, dado o papel histórico dos grandes bancos da cidade, influenciou os primeiros anos do FED sob o comando de Benjamin Strong.

<sup>51</sup>Meltzer (2003: 22)

De acordo do Wilkins (2003: 02) em 24 de julho de 1914, um dia após o ultimato da Áustria para a Sérvia<sup>52</sup>, os europeus iniciaram uma venda massiva de ativos americanos na Bolsa de Nova York, e a paridade da libra passou de US\$ 4,86 para US\$ 4,88, atingindo o chamado ponto de exportação de ouro, quando, dado a paridade fixa, passava a ser vantajoso exportar diretamente ouro ao invés de trocar dólares por libras esterlinas.

Em 1914, os Estados Unidos possuíam aproximadamente US\$7,1 bilhões de investimentos estrangeiros, a sua maioria (75%<sup>53</sup>), na forma de títulos e ações do setor privado – principalmente de empresas ferroviárias e industriais. Esses recursos haviam servido para constituir carteiras de ativos financeiros ou para adquirir o controle das empresas. Os títulos do governo federal e estadual americanos, bem como dos municípios, não eram a principal forma de investimento externo de longo prazo. Até a Primeira Guerra Mundial os Estados Unidos eram o principal destino do dinheiro dos investidores europeus, e foi a nação que até então mais havia recebido investimento estrangeiro em toda a história. Em 1914, esse montante era equivalente a 20% do PIB norte-americano.<sup>54</sup>

Conforme o tabuleiro europeu começava a se mover e a guerra se tornava uma realidade, os europeus passaram a vender os ativos financeiros – sobretudo privados – em busca de liquidez. Alguns títulos possuíam “gold clauses” (cláusulas de indexação ao ouro) ou taxas de câmbio pré-definidas com moedas estrangeiras, e poderiam ser convertidas em ouro. Como Wilkins (2003: 08) descreve ‘the securities were believed to be good as gold’.

**Tabela 1. Ativos financeiros americanos vendidos pelos europeus desde a eclosão da Primeira Guerra Mundial em julho de 1914 até dezembro de 1915 (em milhões de dólares)**

<i>Residência dos vendedores</i>	<i>Quantidade</i>
<b>Grã-Bretanha</b>	950
<b>Alemanha</b>	300
<b>França</b>	150
<b>Holanda</b>	100
<b>Suiça e outros países</b>	50
<b>Total</b>	1.550

<sup>52</sup>A Sérvia era acusada pela Áustria de ser cúmplice no assassinato do Arquiduque Francis Ferdinand, herdeiro do trono.

<sup>53</sup>Wilkins (2003:08)

<sup>54</sup>Wilkins (2003:05)

Fonte: New York Times, Dez. 18, 1915 (Wilkins, 2003: 37)

Neste cenário, o Secretário McAdoo fechou a Bolsa de Nova York, no dia 31 de Julho de 1914, por quatro meses, com o objetivo de impedir a venda dos títulos americanos em posse dos britânicos. Sem o acesso à Bolsa, os britânicos ficavam impedidos de obter os dólares provenientes da venda dos títulos e ações americanas negociadas em Wall Street e, assim, estavam impossibilitados de “drenar” o ouro americano. McAdoo, logo após o fechamento da Bolsa, inundou o país com papel moeda, com o objetivo de prevenir uma repetição do que ocorrera em 1907, ou seja, de uma corrida aos bancos. A suspensão das atividades de Wall Street foi crucial para que os Estados Unidos enfrentassem a crise de 1914. Era necessário fechar a principal porta financeira que permitia a saída do ouro.

Ao final de setembro, a libra já havia caído para \$5,02, uma diferença considerável em relação à cotação do dia 1 de agosto – quando a libra atingiu \$7,0 – contudo houve um consenso entre os bancos de que a bolsa de Nova York só deveria voltar a funcionar quando a paridade estivesse a favor dos interesses americanos, ou seja, uma taxa que não ocasionasse uma fuga para a libra, tampouco a exportação de ouro.<sup>55</sup>

Em dezembro de 1914, a Bolsa de Nova York reabriu de forma limitada, permitindo a transação de determinados *bonds*, já que no mês anterior a libra havia retornado à paridade de \$4,86. As restrições ao funcionamento da bolsa foram retiradas em abril de 1915, sem que grandes danos tivessem sido causados à economia americana. As ações e títulos que foram vendidos durante a crise em meados de 1914 foram absorvidos pelos investidores americanos. O fechamento da Bolsa veio acompanhado de duas políticas igualmente importantes: o compromisso de um dólar atrelado ao padrão-ouro durante a guerra e a entrada em operação do Federal Reserve, criado em 1913, com o objetivo de instituir um Banco Central americano que garantisse a posição do dólar doméstica e internacionalmente.

A Inglaterra era o centro das finanças mundiais em decorrência de dois fatores, o primeiro era a centralidade da Libra como principal moeda internacional e o segundo era a posição de Londres como o centro das operações financeiras internacionais e prestador mundial. Desde o início da Guerra, havia a percepção por parte dos financistas americanos de que Wall Street poderia tomar de Londres a posição de centro financeiro mundial.

Less than three weeks after the outbreak of the European conflict, Woodrow Wilson reviewed a road map for America's march to world financial supremacy. Henry Lee

---

<sup>55</sup>Wilkins (2003:10)

Higginson, an investment banker in Boston, wrote to the president on August 20, 1914, that “England has been the exchange place of the world, because of living up to every engagement, and because the power grew with the business. Today we can take this place if we choose; but courage, willingness to part with what we don’t need at once, real character and living up to all our debts promptly will give us this power; and nothing else will. I repeat that it is our chance to take first place. (SILBER, 2007: 01)

Sendo assim, a crise apresentava-se como uma oportunidade para os Estados Unidos entrarem no hall das grandes potências financeiras, uma vez que o dólar neste período ainda não se configurava como uma moeda internacional. A maioria dos contratos e dos títulos internacionais eram denominados em libras e, assim, manter a conversibilidade do dólar em ouro no período da guerra foi uma estratégia para posicionar o dólar no centro do sistema financeiro internacional. O fechamento da Bolsa de Nova York foi, sobretudo, uma medida para garantir o prestígio do dólar no padrão-ouro e o primeiro passo dos Estados Unidos em direção à supremacia financeira mundial.

Treasury Secretary McAdoo recognized America’s opportunity to shine by remaining true to gold, just like the world’s monetary superpower. A suspension of the gold standard in 1914 would have been a setback to American dreams of international financial leadership. The Panic of 1907 had already damaged U.S. credibility. A panic in 1914 would have been the second act in an American financial tragedy (...) Suspending the gold standard would have relegated the dollar to second class status. Sterling would have remained undisputed money of choice for international finance.” (SILBER, 2007:05)

### 2.3.A OFENSIVA DOS BANCOS E A ASCENSÃO DO DÓLAR (1915-1918)

Os impactos iniciais da Primeira Guerra Mundial sobre a economia mundial foram decorrentes de choques de confiança e fugas de capitais. Em 1914, os Estados Unidos ainda se caracterizavam como uma economia devedora e eram vulneráveis aos fluxos de capitais associados à liquidação dos ativos denominados em dólares. Assim que a guerra eclodiu o dólar declinou abruptamente em relação às moedas europeias. No entanto, com o decorrer do conflito, os Estados Unidos se tornaram a principal base de suprimento da máquina de guerra europeia e a corrida contra os ativos denominados em dólares cessou. Em consequência, os Estados Unidos começaram a apresentar grandes superávits recorrentes na balança comercial, e o problema do dólar na esfera monetária internacional deixou de ser o de uma divisa fraca e passou a ser o de uma divisa extremamente forte.<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup>Eichengreen (1992: 68)

Passado o pânico inicial no mercado de divisas e após a desvalorização do dólar em relação ao franco e à libra, as operações voltaram a ocorrer – primeiro em Amsterdam e Zurique, e depois em Londres. Dado o cenário de guerra, o custo do seguro associado à exportação de ouro em navios fez com que a arbitragem de ouro não se apresentasse mais como uma alternativa economicamente viável para a manutenção das paridades. Contudo, apesar das dificuldades, os Estados Unidos continuaram exportando ouro para a Inglaterra, e este processo se intensificou quando o Banco da Inglaterra em 12 de agosto de 1914 estabeleceu uma conta em Ottawa. Assim, o ouro americano poderia ir de trem e não mais de navio para os cofres do banco central inglês, contornando o problema econômico do seguro do transporte por meio de navios. As exportações de ouro dos Estados Unidos elevaram a paridade da libra em relação ao dólar de \$4,86 para \$5,50, e entre agosto e novembro de 1914 as reservas de ouro da Inglaterra triplicaram.<sup>57</sup>

Eventually, shipments of raw materials and manufactured goods overwhelmed these financial flows. The dollar value of U.S monthly exports tripled between August 1914 and the spring of 1915. As early as December, shipments of American commodities to Europe expanded sufficiently so that the United States enjoyed a small gold inflow. In 1915, the U.S. trade surplus exceeded \$1 billion for the first time in history. As the surplus mounted, the dollar rode the crest. The dollar glut gave way to dollar shortage for the duration of the war. (EICHENGREEN, 1992: 70)

As exportações dos Estados Unidos triplicaram entre agosto de 1914 e meados de 1915. Os países beligerantes passaram a importar matérias-primas e produtos manufaturados dos norte-americanos e com isso, o dólar passou de uma moeda internacionalmente fraca – com a conversibilidade ameaçada – para uma moeda escassa ao longo de todo o conflito. A valorização do dólar frente às divisas europeias significava para os países beligerantes um encarecimento de suas importações, afetando seus objetivos econômicos e militares.

In the summer of 1915, British government officials were becoming alarmed about the foreign exchange situation. In 1914, the dollar's depreciation had been everyone's concern. In 1915, with the war boom and the giant British purchases in America, demand for dollars pushed up their value. Thus, British authorities faced two associated problems: (1) the need for dollars to pay for the supplies acquired in America, and (2) the need to stabilize the exchange rate, since the depreciating pound (appreciating dollar) was making the British imports more expensive. (WILKINS, 2003: 39)

Os aliados iniciaram uma cruzada para estabilizar as paridades para evitar que as flutuações nas taxas de câmbio dificultassem a manutenção dos objetivos militares, e a provisão de recursos durante a guerra. O objetivo principal era conter a valorização do dólar frente à libra. O primeiro passo foi a elevação da taxa de desconto inglesa visando atrair

---

<sup>57</sup>Eichengreen (1992: 70)

capitais de curto prazo, mas o desmantelamento dos mercados de redesconto em decorrência do cenário de guerra tornou a medida inútil.

For the allies the Sterling/dollar rate was the key. Pegging sterling to the dollar created a sizeable currency area comprised of the United States, the United Kingdom, and the British Empire and Commonwealth. Since the Allies relied on the United States and the British Empire for the bulk of their supplies, pegging to the dollar insulated import costs from exchange rate fluctuations. This sterling-dollar area also provided a stable core to which other currencies might adhere. (EICHENGREEN, 1992: 71)

O segundo passo na cruzada para a estabilização das paridades foi o envio de ouro para os Estados Unidos. Em 1915 a Inglaterra despachou ouro para os Estados Unidos desde Londres e Ottawa. Eichengreen (1992: 72) aponta que assim como os países neutros, os Estados Unidos também temiam que o grande influxo de ouro tivesse consequências inflacionárias<sup>58</sup>, e assim, o próximo passo foi a concessão de um empréstimo de estabilização no valor de US\$ 500 milhões, negociado por uma comissão anglo-francesa enviada aos Estados Unidos. O empréstimo estendido aos aliados foi negociado pelo banco J.P. Morgan, que se tornou o banco oficial para as operações de câmbio envolvendo os Estados Unidos e a Inglaterra e a França - até 1917-, quando os empréstimos a esses países passaram a ser oficiais. Este primeiro empréstimo marcou o final da "neutralidade" americana, pois o Departamento de Estado, até então, desencorajava os bancos a realizarem empréstimos de longo prazo para os beligerantes, uma vez que tal postura seria inconsistente com a política externa americana de neutralidade.<sup>59</sup>

O acordo assegurava o empréstimo por meio de títulos da dívida pública americana, ou *securities*, que compunham os ativos em moeda estrangeira dos Tesouros da Inglaterra e da França. Assim, a libra foi atrelada ao dólar a uma taxa de desconto de 2%. Era conveniente para os aliados atrelar as duas moedas, pois importavam principalmente produtos americanos e advindos dos países que compunham o Império Britânico. Uma área monetária onde a libra e o dólar estivessem atrelados a uma paridade fixa reduziria os custos advindos de flutuações nas taxas de câmbio, e criaria um núcleo estável, servindo de referência para as demais moedas.

---

<sup>58</sup> Esta é a visão do autor que em decorrência de seu arcabouço teórico acredita que o influxo de ouro teria consequências inflacionárias para os Estados Unidos. Neste trabalho não concordamos com esta perspectiva.

<sup>59</sup>Eichengreen (1992: 84)

Este foi o caso da França, na primavera de 1915, ao se deparar com a crescente desvalorização do franco. O Banco da França, apesar da tradição de manter grandes reservas de ouro, enviou ouro para a Inglaterra no valor de 20 milhões de libras, em troca de um crédito de 42 milhões de libras para o tesouro francês. Esta operação atrelou o franco à libra, estabilizando a paridade entre as duas moedas, e também contribuiu para aproximar a paridade entre o franco e o dólar.

Wilkins (2003: 41) aponta que três grandes empréstimos foram estendidos de Nova York, mais especificamente dos Morgans, para a Inglaterra, US\$ 250 milhões em setembro de 1916, US\$ 300 milhões em outubro do mesmo ano, e outros US\$250 milhões em janeiro de 1917. Todos estes empréstimos foram obtidos a partir da mobilização de *securities* que foram utilizadas como colateral. O governo inglês passou a comprar *securities* americanas de seus cidadãos, apelando para o nacionalismo, para a necessidade de mobilizar recursos para a guerra. Os Estados Unidos entraram na guerra em abril 1917 e a partir de então – pela primeira vez – o governo dos Estados Unidos se tornaram emprestadores oficiais do governo inglês.

A partir da entrada dos Estados Unidos na guerra a política de manutenção das paridades passou a ser exercida através do controle direto. Os empréstimos para os aliados só poderiam ser feitos com o consentimento do Federal Reserve Board, bem como operações que envolvessem transações internacionais e a venda de *securities*.<sup>60</sup>

Os empréstimos oficiais do governo americano para os aliados tiveram início em 24 de abril de 1917, dezoito dias após a declaração de guerra americana, quando foi aprovado o First Liberty Act, o qual autorizava a venda de até US\$ 5 bilhões de *bonds* para o público americano, com o objetivo de atender a demanda dos aliados por dólares. A ideia de McAdoo era criar títulos acessíveis à população americana para atrair a quantia necessária para continuar financiando a guerra na Europa – uma quantia de fato imensa. Ao total foram cinco *Liberty Loans* aprovados pelo Congresso americano ao longo da guerra, sendo o último

---

<sup>60</sup>Até 1917 o banco J.P. Morgan & Co. foi o principal emprestador dos aliados, no entanto, em 1918 – quando os empréstimos já haviam se tornado oficiais – parte de um empréstimo estendido aos britânicos seria liquidado a partir da venda das *securities* americanas oferecidas como colaterais. O governo americano qui tou a dívida britânica junto ao J.P. Morgan, e assumiu o controle sobre os colaterais.

conhecido como *Liberty Victory Loan*<sup>61</sup>. Ao todo foram emitidos aproximadamente US\$ 21,3 bilhões de *bonds* com o objetivo de financiar a guerra.<sup>62</sup>

**Tabela 2. Empréstimos estendidos aos aliados durante a Primeira Guerra Mundial (Em milhões de dólares)**

Data	Liberty Loans	Juros (%)	Emissão
<b>Mai-Jun 1917</b>	First Liberty	3.5	1.989
<b>Out 1917</b>	Second Liberty	4	3.808
<b>Abr-Mai 1918</b>	Third Liberty	4.5	4.177
<b>Set-Out 1918</b>	Fourth Liberty	4.25	6.993
<b>Abr-Mai 1919</b>	Victory Loan	4.75	4.498

Fonte: Meltzer (2003: 87)

A posição dos Estados Unidos ao final da guerra não se assemelhava mais à de um país que, em meados de 1914, nem ao menos possuía um Banco Central ativo. Os americanos deixaram o posto de devedores internacionais para se tornarem os principais credores que alimentavam a máquina de guerra europeia. Os europeus, ao longo do conflito, se enrolaram em uma teia e se tornaram cada vez mais dependentes financeiramente dos Estados Unidos.

As importações que abasteciam a indústria de guerra dos aliados eram advindas dos Estados Unidos, e estes países, em especial a França e a Inglaterra, incorreram em déficits comerciais correntes durante o conflito. Estes déficits eram financiados por meio da liquidação de ativos externos, e por meio de empréstimos internacionais. Inicialmente os governos tentaram comprar os títulos e *securities*, denominados em dólares, de seus residentes<sup>63</sup>. Em seguida, os governos ofereceram seus ativos externos como colateral, em busca de empréstimos junto às instituições financeiras americanas, que emitiriam *bonds* para os investidores americanos. O último passo, foi obter empréstimos oficiais junto ao governo

<sup>61</sup>An Act To authorize an issue of bonds to meet expenditures for the national security and defense, and for the purpose of assisting in the prosecution of the war, to extend credit to foreign governments, and for other purposes. Be it enacted by the Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled, That the Secretary of the Treasury, with the approval of the President, is hereby authorized to borrow, from time to time, on the credit of the United States for the purposes of this Act, and to meet expenditures authorized for the national security and defense and other public purposes authorized by law not exceeding in the aggregate \$5,000,000,000, exclusive of the sums authorized by section four of this Act, and to issue therefor bonds of the United States. (Federal Reserve Bulletin de Abril, 1917)

<sup>62</sup>Rockoff, (2005: 323)

<sup>63</sup>Esta estratégia nem sempre funcionava, uma vez que muitos residentes optavam por reter seus ativos.

dos Estados Unidos, que mobilizou o dinheiro a partir da venda de títulos públicos para a população americana.

Eichengreen (1992: 83) aponta que entre 1914 e 1921, a Inglaterra liquidou cerca de 251 milhões de libras em ativos americanos, o equivalente a 70% dos ativos americanos retidos pelos ingleses antes do início da guerra. No caso da França, a quantidade de ativos denominados em dólares era baixa, e aproximadamente 70% dos ativos em dólares em posse dos cidadãos franceses foram liquidados ao longo da guerra, menos que 8% do total dos ativos externos do portfólio francês em 1913. De acordo com Wilkins (2003: 45), através de vendas de ativos privados ou através do governo, entre 1º de julho de 1914 e abril de 1917, aproximadamente US\$ 3,1 bilhões de *securities* americanas foram repatriadas.

Os títulos das ferrovias americanas compunham a maioria dos ativos em dólares retidos por estrangeiros e, oferecendo estes títulos como colateral, a França, a Inglaterra e os aliados obtinham crédito no mercado americano. A corrida para o dólar e a venda de ativos americanos fez com essas *securities* foram repatriadas durante a guerra. Ademais, os investidores americanos adquiriram uma variedade de *securities* de outros governos.

Along with the repatriation of U.S. securities formerly held abroad and the accumulation of dollar liabilities by European borrowers, American investors acquired a variety of foreign government securities. In addition to the 1915 Anglo-French loan, American investors purchased \$900 million of British securities, \$700 million of French securities, and \$200 million of other foreign bonds. These obligations were dwarfed, however, by credits extended directly by the U.S. government following America's entry into the war. These amounted to more than three times the value of foreign government securities in the hands of American investors. Together, these transactions transformed United States from a net foreign debtor to a net foreign creditor. American foreign liabilities were reduced from \$7 billion to \$4 billion by the end of 1919. America's portfolio of foreign securities grew from \$1 billion to \$3 billion; while the federal government held foreign public obligations whose value approached \$12 billion. (EICHENGREEN, 1992: 85. Grifo nosso)

A mudança na posição dos Estados Unidos é bem ilustrada em Wilkins (2003: 64). A autora faz uma comparação entre a quantidade de investimento externo nos Estados Unidos entre junho de 1914 e dezembro de 1918, e também dos investimentos americanos no exterior. Em junho de 1914 os Estados Unidos detinham US\$ 7,1 bilhões de investimento externo, ao passo que em dezembro de 1918 este valor foi reduzido para US\$ 2,9 bilhões. O dinheiro que entrava nos Estados Unidos era na sua maioria através de investimentos em portfólio. O valor mais impressionante, no entanto, é o referente ao crescimento dos investimentos americanos no exterior. Em junho de 1914 os Estados Unidos possuíam US\$ 3,5 bilhões de ativos no exterior, majoritariamente privados. Em dezembro de 1918, este valor

subiu para US\$ 13,7 bilhões - dos quais US\$ 7,5 bilhões eram empréstimos oficiais do governo americano para outros governos.

### 2.3.1. O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE *ACCEPTANCES* NOS ESTADOS UNIDOS

Apesar de consolidada uma demanda por dólares a partir da exportação de manufaturados para a Europa a partir da Primeira Guerra, ainda era necessário criar os meios de provisão de liquidez compatíveis com o novo papel internacional da moeda americana. O mercado de crédito americano internacional surgiu nesse contexto, e através do mesmo, o dólar passou a fluir pelo mercado financeiro internacional. Os bancos de Nova York passaram a competir com os bancos da City de Londres, e logo, o dólar passou a disputar espaço com a libra no Sistema Financeiro Internacional.

Até 1900, os bancos americanos atuavam como parceiros menores dos bancos ingleses. Os interesses de ambos os países eram compatíveis, pois os Estados Unidos exportavam principalmente commodities agrícolas, ao passo que a Inglaterra produzia e exportava manufaturados. No entanto, este cenário mudou após a virada do século, e em 1913 a porcentagem de produtos manufaturados dos Estados Unidos chegou a responder por 49% do total de exportações. Esta mudança na pauta americana incitou um movimento, por parte do empresariado, para que o sistema financeiro americano se internacionalizasse, e impulsionasse o mercado de manufaturas.<sup>64</sup>

Parrini (1969) destaca que o principal interesse dos banqueiros e industriais americanos entre 1914 e 1920 era tornar os Estados Unidos o centro financeiro do mundo, e para isso tentavam duplicar a experiência britânica para atingir a supremacia financeira – ou seja – esses grupos queriam que os negócios americanos se expandissem mundialmente, através de filiais no exterior, para concorrerem com a City.

Eichengreen & Flandreau (2010: 03) apontam que neste período, após a instituição do Federal Reserve Act (1913), surgiu o mercado de *acceptances* nos Estados Unidos, dando origem a um novo mercado internacional de crédito em dólares, o *Money Market* americano. Os *acceptances* eram instrumentos de dívida de curto prazo, garantidos por um banco comercial, sendo títulos de crédito que poderiam ser objetos de compra e venda por terceiros. De acordo com os autores, até este momento o comércio americano era financiado

---

<sup>64</sup>Parrini (1969:102)

principalmente pelos bancos ingleses, de forma que um exportador americano poderia obter crédito apresentando documentos que comprovassem que a mercadoria já havia sido despachada, e que o pagamento seria realizado em breve. Assim, o exportador obtinha dinheiro enquanto a mercadoria ainda estava em trânsito. O banco realizava esta operação através de um correspondente, ou *acceptor*, que aceitava a carta de crédito concedida pelo banco ao exportador. Ao final desta operação eram gerados os *acceptances*, instrumentos líquidos, comercializados nos mercados secundários, e que eram segurados pelas mercadorias, pelo banco, e pelo correspondente.<sup>65</sup>

Devido às restrições impostas aos bancos americanos para realizarem operações no exterior, e devido ao tamanho e à profundidade do sistema financeiro americano, o comércio dos Estados Unidos era financiado pelos bancos ingleses. O mercado de *acceptances* era predominantemente inglês, e logo, os títulos eram denominados em libras. Eichengreen & Flandreau (2010: 03) destacam três motivos que explicam a supremacia financeira inglesa neste período, e principalmente no mercado de *acceptances*: 1) os bancos de investimentos ingleses possuíam vantagens por serem pioneiros; 2) havia um mercado secundário grande e profundo; e 3) o Banco da Inglaterra que funcionava como emprestador de última instância do sistema— comprando os *acceptances* que não fossem vendidos. Dessa forma, a provisão de crédito ao comércio exterior (*trade credit*) era em todo o mundo monopolizada pelos bancos ingleses, por meio de títulos denominado em libras.

Jacobs (1910) escreveu sobre a importância de se desenvolver um mercado de *acceptances* nos Estados Unidos, apontando a diferença entre os sistemas financeiros dos países europeus, como a Inglaterra, Alemanha e França, e o sistema financeiro norte-americano. De acordo com o autor, os ativos dos grandes bancos europeus eram compostos principalmente por letras de câmbio, enquanto os ativos dos bancos de Nova York eram em sua maioria compostos por títulos e ações. O National Bank Act que regulava o sistema financeiro americano não permitia que os bancos locais emitissem *acceptances*. No entanto, o mercado de *acceptances* era muito mais uniforme e seguro do que o de notas promissórias ou *commercial papers*, cujo valor e credibilidade dependiam de questões mercantis e comerciais. Desta forma a estrutura do sistema de crédito americano gerava ônus para os comerciantes americanos, que se viam prejudicados para competir com os comerciantes europeus, pois os

---

<sup>65</sup>Em outras palavras, os *acceptances* eram letras de câmbio em que o sacado (aquele que paga a dívida) era um banco comercial. Para isso o banco escreve na letra que aceita a dívida e assina. Esse título poderia ser vendido a intermediários financeiros, corretoras, ou descontados em bancos.

últimos gozavam de um sistema de financiamento muito mais eficaz, e principalmente pelo fato de que os *acceptances* permitiam que os comerciantes de um determinado país denominassem as mercadorias em sua própria moeda.

A inexistência de um mercado de *acceptances* nos Estados Unidos implicava que o comércio americano era denominado principalmente em libras, uma vez que o financiamento era proveniente de bancos ingleses.

The trade surplus the USA enjoyed year after year, from its industrial self sufficiency and agricultural exports, should have induced large gold inflows. In reality, however, much less gold than might be expected actually entered the States; so it must be assumed that most of it stopped in London. This was because a very large part of the United States foreign trade was financed in Sterling, in London, since London accepting houses had great experience in the American market. (De Cecco, 1974: 114)

Broz (1999: 46) aponta que até 1913: ‘Sterling remained the primary currency for invoicing and settling U.S. trade, and sterling bills formed the basis not only of British trade with the United States but also of U.S. trade with other regions.’

This means that our exporters are also, to their great disadvantage, made dependent upon London. It means that when they are shipping goods to South America and to the Orient they cannot, when they are subject to competition, advantageously bill them in United States dollars. They naturally do not care to value their goods in local currency—that is, in the money of the country to which the goods are going—so their only alternative is to value them in francs or marks or sterling, preferably the latter, owing to the distribution and extent of British trade, creating throughout the world, as it does under the English banking system, a fairly constant supply of and demand for exchange on London. When we come to bill our goods in sterling, however, it is at once seen that our exporters are obliged to take a risk of exchange, which is a serious handicap when competing with British exporters. (Jacobs, 1910: 14)

O Federal Reserve Act e a reforma do National Bank Act retiraram a camisa de força que impedia os bancos americanos de atuarem no exterior, e a atuação do Fed como prestador de última instância, fornecendo liquidez ao mercado secundário americano, permitiu que os Estados Unidos passassem a competir com a Inglaterra no fornecimento de crédito internacional. A Primeira Guerra Mundial foi a janela de oportunidade que os Estados Unidos precisavam para entrar na disputa pela supremacia financeira com os outros centros financeiros europeus.

Wilkins (2003: 58) aponta que entre 1917 e 1918 ocorreram mudanças substanciais na situação das instituições financeiras estrangeiras localizadas nos Estados Unidos, sob as novas regras do Federal Reserve System. A nova legislação, bem como as condições especiais em período de guerra, permitia uso de *acceptances* pelas instituições financeiras americanas, e

essa mudança fez com que as instituições financeiras inglesas – que até então haviam financiado o comércio americano com *acceptances* denominadas em libras – passassem a competir com as instituições financeiras americanas. Assim, houve um movimento por parte dos bancos ingleses, e de outras nações aliadas, que passaram a abrir filiais em Nova York para comercializarem *acceptances* em dólares.

Thus, Frederick Huth & Co., a British merchant bank, which had participated in American business for nearly a century, for the first time in 1917 started its own New York house, Huth & Co., which would handle dollar acceptances, mainly in connection with the growing U.S.–South American trade. Another British merchant bank, Baring Brothers (its American interests dated back to the eighteenth century) cooperated with Kidder Peabody, Boston, in a firm, newly named the New England Investment Company. Other banks from Allied nations (including the two from Japan) established new agencies in New York. What was truly new in these war years was the role of the federal government; never in U.S. history had the federal government been so much a participant in American economic life—and this involvement spread over to affect all aspects of foreign investment within the country. (WILKINS, 2003: 58)

Os banqueiros de Nova York acreditavam que o financiamento do comércio americano através de Londres deveria ser eliminado com o Federal Reserve Act. Assim, a partir da criação de filiais no exterior seria criado um mercado de dólares, que ligaria diretamente os Estados Unidos à América Latina e ao Oriente, e eliminaria a vantagem que Londres detinha, até então. A posição internacional da libra era vista pelos banqueiros como um dos motivos pelos quais a City detinha o monopólio do crédito internacional.<sup>66</sup>

[...] Murray Carleton, Chairman of the Board of Carleton Ferguson Dry Goods Co. (St. Louis), advocated that American business take advantage of Europe's preoccupation with war to establish an independent American branch bank system; It was "the duty of the American business man to make himself independent in the markets of the world... If branch banks [were] established immediately." Carleton reasoned, they could be established "without suffering from the competition they would have to meet under normal conditions." This was the way for America to take its "proper place in the international trade of the world. (PARRINI, 1969: 105)

De acordo com Eichengreen & Flandreau (2010: 06) o Federal Reserve System foi crucial para impulsionar o papel do dólar como moeda internacional, não somente pela reforma regulatória, mas principalmente por promover a criação de um novo mercado de crédito – denominado em dólares. O Fed melhorou a competitividade dos títulos americanos frente aos títulos ingleses, e a conversibilidade limitada da libra durante a guerra também contribuiu para tornar o mercado americano mais atraente, pois Nova York era o único mercado de câmbio aberto relevante e centralizou as operações de câmbio, inclusive de intervenção dos países europeus, até 1917.

---

<sup>66</sup>Parrini (1969:105)

Houve, assim, uma disputa entre os bancos centrais entre as décadas de 1910 e 1920, e o Fed se esforçou para tornar os *acceptances* americanos mais atrativos do que os oferecidos pelos seus competidores em Londres.<sup>67</sup> Isto demonstra que era uma política do Federal Reserve em promover a competitividade internacional de Wall Street e do dólar. Por parte da Inglaterra, houve uma política de tentar proteger a posição da City e expandir filiais de seus bancos – principalmente na América Latina, principal local de disputa entre os Estados Unidos e a Inglaterra.<sup>68</sup>

Sendo assim, no processo de criação do mercado de *acceptances*, no qual o dólar e a libra disputaram de maneira acirrada nas décadas de 1910 e 1920 – e que contribuiu para a internacionalização do dólar – Eichengreen & Flandreau (2010: 18) concluem que foi um processo tanto *Market-led*, como *Government-led*. Neste sentido, os autores apontam que tanto o processo de expansão das filiais bancárias e o aumento das exportações americanas, como o papel do Fed, que garantiu liquidez e confiança ao mercado secundário americano, foram responsáveis pelo sucesso do mercado de *acceptances* denominados em dólares.

Os bancos americanos que tinham como objetivo internacionalizar o dólar, e também expandir os seus negócios mundialmente necessitavam de um Banco Central forte, que competisse com o Banco da Inglaterra e ampliasse a liquidez e a confiança no mercado secundário americano. Por outro lado era estratégico para os Estados Unidos que o seu comércio fosse financiado em sua própria moeda, uma vez que a partir de 1917, após a entrada do país na guerra, houve um crescimento considerável no mercado de *acceptances* em dólares<sup>69</sup>, demonstrando que estes papéis financiavam os esforços de guerra americanos.

## 2.4.CONCLUSÃO

Em 1913 o dólar ainda não se configurava como uma moeda internacional, o sistema financeiro americano carecia de um Banco Central, e era altamente dependente dos bancos de Londres. No entanto, já ao final da primeira guerra mundial, no decorrer de quatro anos, os Estados Unidos ocupavam a posição de principal credor mundial. O dólar havia ascendido como moeda internacional, ameaçando o prestígio da libra, e os bancos de Wall Street

---

<sup>67</sup>Eichengreen & Flandreau (2010:08)

<sup>68</sup>Ademais, juntamente com uma política externa financeira havia a questão estratégica imposta pela guerra e a Inglaterra tinha como objetivo limitar o crédito para a Alemanha e ao seu comércio. Durante e após a guerra, a Inglaterra expropriou as filiais bancárias dos bancos alemães na América Latina, que utilizavam Londres como entreposto, e passou a operar por meio destes – acirrando a disputa com os bancos americanos.

<sup>69</sup>Eichengreen e Flandreau (2010:08)

passaram a competir com a City de Londres – que desde 1870 ocupava a posição de principal centro financeiro mundial.

No período aqui analisado, a internacionalização do dólar reflete a entrada dos Estados Unidos como ator relevante na ordem internacional vigente, ou seja, a ordem do padrão ouro-libra. Os Estados Unidos em 1913 estavam entrando em uma ordem monetária internacional estabelecida, com regras claras de funcionamento, e não se tratava de uma disputa política explícita pela liderança do sistema monetário internacional. Pode-se dizer que o primeiro passo na internacionalização do dólar não foi uma tentativa de romper como a ordem monetária internacional, e sim a entrada do dólar nesta ordem como parceiro relevante. O dólar no período aqui apresentado ascendeu para uma disputa entre pares no âmbito financeiro internacional e havia a necessidade de entrar nas regras do jogo estabelecidas pela Inglaterra, e que necessariamente passava pela decisão dos agentes de mercado.

Vale ressaltar que o foco da análise aqui apresentada é a ascensão do dólar na esfera financeira internacional, mas que não perdemos de vista que o rápido sucesso americano no mercado de *acceptances* só foi possível devido à criação de uma demanda por serviços financeiros em dólares, decorrente da necessidade dos demais países importarem produtos americanos no contexto da Primeira Guerra Mundial – em especial os países beligerantes – que acelerou e consolidou o papel dos bancos americanos na provisão de crédito internacional. A guerra foi crucial para alterar a posição dos países no cenário internacional, e a ascensão do dólar no sistema monetário e financeiro internacional só pode ser entendida a partir desta perspectiva.

No entanto, apesar de aceitarmos que a ascensão na esfera monetária precede a financeira, não podemos deixar de sublinhar o fato de que a internacionalização do dólar não teria sido possível sem o desenvolvimento do *Money Market* americano. Broz (1999) aponta que não há registros do uso do dólar como moeda internacional até 1913, apesar dos Estados Unidos já ocuparem naquele período o posto de segunda maior economia exportadora do mundo. Ainda que a guerra tenha impulsionado as exportações americanas, antes da mesma já havia demanda suficiente para que o dólar tivesse o mínimo de visibilidade na esfera financeira internacional, e a ausência do dólar nas finanças internacionais [até 1913] pode ser explicada por fatores institucionais do sistema financeiro americano.

A eclosão da Primeira Guerra Mundial tornou urgente a denominação do comércio americano em dólares, pois se tratava de uma questão estratégica em cenário de guerra para

ampliar a capacidade de financiamento do Estado. A criação do mercado de *acceptances* não representava apenas a independência do comércio americano em relação à City, mas a denominação do comércio americano em dólares. Esta é a chave para entender porque o desenvolvimento da esfera financeira foi crucial para consolidação da demanda mundial por dólares. A guerra criou para o Estado americano um impasse que foi solucionado com a criação do Federal Reserve, e com a reforma do sistema bancário, o que permitiu aos bancos americanos financiarem o comércio dos Estados Unidos, e aos exportadores americanos a denominação de suas exportações em dólares.

Por fim, a criação do Federal Reserve System e, sobretudo, a sua estrutura descentralizada são fundamentais para compreender a internacionalização do dólar. A liderança dos *member banks* pelo Fed de Nova York, explica o movimento de internacionalização dos bancos e a consolidação dos Estados Unidos como uma potência financeira. Ademais, a história do Sistema Monetário Internacional na década de 1920 e a condução da política monetária americana neste período é em grande parte explicada pelo papel de Strong na liderança do Fed, como será visto no próximo capítulo.

### **3. A FORMAÇÃO DE UMA NOVA ORDEM GEOPOLÍTICA E OS IMPACTOS SOBRE O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL (1918-1931)**

Em novembro de 1918 a Primeira Guerra Mundial chegou ao fim. O rastro da destruição evidenciava-se principalmente na contração das principais economias europeias envolvidas no conflito. As economias da França e da Alemanha foram as que mais sofreram com os anos de guerra, e em 1919 apresentaram uma contração de 30% em relação ao início da guerra, ao passo que a Inglaterra apresentou uma tímida contração, de menos de 5%. Do outro lado do Atlântico a guerra impactou de forma positiva: em 1914, os Estados Unidos possuíam um PIB de US\$ 40 bilhões – o equivalente à soma dos PIBs da França, Alemanha e Inglaterra no mesmo período – e ao final do conflito o PIB americano havia crescido 50% em relação ao início da guerra.<sup>70</sup>

Como demonstrado no capítulo anterior, o desafio imposto ao sistema financeiro americano com a eclosão da Primeira Guerra Mundial impulsionou o desenvolvimento do Federal Reserve System, e o compromisso com a conversibilidade do dólar ao longo do conflito tornou o dólar uma moeda forte. Os Estados Unidos, ao longo de quatro anos, migraram da periferia para o centro do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, e Wall Street passou a disputar espaço com a City de Londres.

Todos os países, com exceção dos Estados Unidos, haviam suspenso a conversibilidade de suas moedas e passado o conflito era hora de recolher os cacos e reconstruir a economia mundial. O primeiro passo nessa jornada era reconstruir a ordem monetária internacional sob o regime do padrão-ouro, reestabelecendo as paridades entre moedas. Assim, a década de 1920 pode ser dividida entre dois períodos: entre 1919 e 1924, quando a principal dificuldade para a reconstrução da ordem internacional ocorria no palco político nas negociações das reparações de guerra impostas à Alemanha, e nas negociações das dívidas de guerra; e a partir de 1924, quando teve início a cruzada para a estabilização das paridades e o retorno ao padrão-ouro. Nestes dois momentos o engajamento dos Estados Unidos foi essencial para a reconstrução do mundo pós-guerra, em decorrência da nova configuração geopolítica, na qual os Estados Unidos emergiram como o principal credor mundial.

---

<sup>70</sup>Ahamed, 2009:100

Neste capítulo serão analisados os esforços para a reconstrução da economia e da ordem monetária internacional, com ênfase no novo papel dos Estados Unidos enquanto principal credor mundial. O capítulo é recortado em duas seções. A primeira seção aborda de que maneira ocorreram as negociações das dívidas de guerra dos aliados junto aos Estados Unidos, e das Reparações de Guerra impostas à Alemanha, incluindo o Plano Dawes. Estes dois cenários refletem a mudança da posição da economia americana em relação à Europa, e são imprescindíveis para compreender os desafios que se levantaram na reconstrução da ordem monetária e financeira mundial, descritos na segunda seção. A segunda seção aborda os esforços do Banco da Inglaterra, em conjunto com o Federal Reserve de Nova York, tendo em vista a restauração do padrão ouro-libra internacional durante a década de 1920.

Este capítulo tem como objetivo demonstrar que os bancos americanos foram essenciais para o desenrolar das negociações do pós-guerra, e que os capitais privados americanos financiaram a reconstrução das economias europeias, corroborando a hipótese de que o projeto de internacionalização do dólar era em grande medida liderado pelos bancos de Nova York – com o objetivo de disputar mercados com os bancos de Londres. Desta forma, não havia uma rivalidade entre o dólar e a libra pela hegemonia do sistema, como demonstraremos pelos esforços de Benjamin Strong, no comando do Federal Reserve de Nova York, para restaurar o padrão ouro-libra a partir de 1924.

### 3.1.OS ESTADOS UNIDOS NO HALL DAS POTÊNCIAS CENTRAIS

#### 3.1.1. A NEGOCIAÇÃO DAS DÍVIDAS DE GUERRA: *THE UNCLE SHYLOCK*

A transição dos Estados Unidos de principal receptor de capitais internacionais para principal credor mundial veio acompanhada da transição inglesa na direção oposta. A Inglaterra entrou na Primeira Guerra Mundial como *the world's banker*, controlando aproximadamente US\$ 20 bilhões em investimentos externos. Ao final da guerra, os países aliados – 16 no total – deviam aos Estados Unidos aproximadamente US\$ 12 bilhões, dos quais US\$ 5 bilhões deveriam ser pagos pela Inglaterra, e US\$ 4 bilhões pela França. A Inglaterra havia emprestado US\$ 11 bilhões a dezessete países, US\$ 3 bilhões à França e US\$ 2,5 bilhões à Rússia, funcionando como uma espécie de entreposto entre os americanos e seus países aliados.<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup>Ahamed, 2011:130-131

Nenhum episódio no período do entreguerras ilustra tão bem a mudança da posição de poder dos Estados Unidos em relação à Europa quanto a negociação das dívidas de guerra, que teve início em 1919, na conferência de Paz de Paris. Havia uma discordância fundamental na mesa dos vencedores, pois os aliados tentaram articular com a delegação americana que as Reparções de Guerra, impostas à Alemanha, fossem negociadas juntamente com as dívidas de guerra dos aliados. Os americanos se opuseram fortemente à esta demanda, e mantiveram esta postura até o final das negociações, mesmo com a insistência dos europeus. Os aliados da Europa entendiam que essas duas questões eram pontas opostas de um mesmo problema, pois contavam com o pagamento das reparações alemãs para quitarem suas dívidas de guerra junto aos Estados Unidos.

Os representantes dos Estados Unidos estavam cientes da dificuldade que seria ratificar um acordo no qual o dinheiro arrecadado dos seus contribuintes, através dos *Liberty Loans*, estivesse atrelado às questões europeias referentes às reparações de guerra. Além disso, os americanos - que eram credores dos ingleses e franceses - não estavam dispostos a assumir o risco econômico da transferência destas dívidas para os alemães, uma vez que a Inglaterra e a França possuíam maiores condições de honrar os empréstimos que a Alemanha.

Havia um ressentimento por parte dos aliados em relação ao tempo que os Estados Unidos demoraram a entrar na guerra, e até acusações de que a demora teria sido uma estratégia dos americanos: esperar a Europa se destruir, para então recolher os cacos. Este sentimento era mais forte em Londres, pois os banqueiros da City temiam a concorrência dos bancos americanos – que ganharam força durante a guerra.

But during the war and after, British arrogance had given way to resentment. London bankers worried that the United States, with its new acquired financial muscle, was getting ready to elbow its way into the role of banker to the world. During Strong's visit to London in March 1916, he attended a speech made by Sir Edward Holden, chairman of the London City and Midland Bank, "in which [Sir Edward] referred to efforts of American bankers to undermine Lombard's street supremacy and... was so overcome by the mere thought that the old man broke down and wept." (AHAMED, 2009: 136)

A Inglaterra se via em uma posição delicada no contexto das dívidas de guerra, pois ao mesmo tempo em que estava em posição de devedora em relação aos americanos, havia estendido empréstimos durante o conflito no montante de US\$11 bilhões para a França, Rússia e outros países.

A França, por outro lado, alegava que o dinheiro obtido com os empréstimos havia funcionado como uma espécie de subsídio para a indústria americana, pois havia sido gasto

com a compra de produtos americanos em um cenário de inflação, ocasionada pela guerra. Havia ainda a questão do ressentimento francês em relação à Alemanha, e o temor de que as reparações de guerra não fossem pagas. Assim, os franceses se recusavam a negociar o pagamento de suas dívidas sem que houvesse uma garantia de que os alemães pagariam pelos danos da guerra.<sup>72</sup>

O sentimento isolacionista crescia nos Estados Unidos e o derrame do Presidente Wilson, que advogava por um maior envolvimento dos americanos na reconstrução europeia, foi o *turning point* da política externa americana. A clivagem entre os isolacionistas e os internacionalistas se acentuou, sendo os últimos representados principalmente por figuras ligadas às finanças internacionais, como Benjamin Strong e o Secretário do Tesouro do governo Harding, Andrew Mellon. Em novembro de 1919 o Senado rejeitou o Tratado de Versalhes, impedindo a ratificação do mesmo, e explicitando o sentimento isolacionista que emanava dos Estados Unidos.

Andrew Mellon, assim que assumiu o cargo de Secretário do Tesouro, tinha como projeto alterar a legislação para que o tesouro americano tivesse completa autoridade para realizar o *refunding* das dívidas dos aliados. No entanto, o resultado da campanha de Mellon foi em direção oposta às demandas do Secretário. Em 1922 o Congresso americano criou a *World War Foreign Debt Commission*, uma Comissão para negociar as dívidas de guerra, presidida por Mellon. Outras figuras importantes participavam da comissão<sup>73</sup>, mas Hoover e Hughes possuíam maior visibilidade, compondo o grupo daqueles que advogavam por um maior engajamento americano nas questões europeias. Talvez por isso, e temendo que a comissão fosse muito leniente com os aliados, o Congresso estabeleceu um piso na paridade do dólar para qualquer acordo envolvendo as dívidas de guerra: *90 cents* de dólar.<sup>74</sup> A comissão foi instruída a renegociar os empréstimos com um prazo de até 25 anos, com uma taxa de juros de 4.25% ao ano – sendo estritamente proibido o cancelamento de qualquer parcela da dívida.<sup>75</sup> Na prática, a comissão buscou realizar acordos mais generosos e individuais, levando em consideração a situação econômica particular de cada um dos países.

---

<sup>72</sup>Rhodes, 1969: 171

<sup>73</sup>Charles Evan Hughes, Secretário de Estado; Herbert Hoover, Secretário do Comércio; Reed Smoot, Senador de Utah; Theodore Burton, representante de Ohio.

<sup>74</sup>Ahamed, 2009:140

<sup>75</sup> Rhodes, 1969:792

Os termos oferecidos pelo Congresso americano repercutiram por toda a Europa, e os jornais europeus passaram a chamar os americanos de *Uncle Shylock*<sup>76</sup>, símbolo da ganância. O sentimento, por parte dos europeus, era que enquanto a Europa tentava se recuperar da devastação da guerra, os americanos estavam mais preocupados em cobrar *a carne* dos aliados.<sup>77</sup>

Montagu Norman, presidente do Banco da Inglaterra, sabia que a posição de Londres como centro financeiro mundial dependia de uma negociação da dívida com os americanos, e ao final de 1922, a comissão britânica foi aos Estados Unidos negociar o pagamento da dívida. Após duas semanas de negociação o máximo que a comissão pôde oferecer foi *80 cents* no dólar.<sup>78</sup> Os ingleses queriam barganhar um teto de *60 cents* por dólar, mas a proposta da Comissão deveria passar no Congresso americano – o qual se mostrou extremamente inflexível durante as negociações. Strong convenceu Norman a aceitar o acordo, alegando que - apesar da inflexibilidade do Congresso - a Comissão havia reduzido em *10 cents* a proposta inicial, demonstrando uma “boa vontade” por parte dos americanos.

Quando os termos do acordo com o governo americano foram revelados, a opinião pública massacrou o governo inglês. Entretanto, a urgência em renegociar as dívidas emanava da comunidade financeira, pois o prestígio da City de Londres estava em jogo, juntamente com a centralidade da libra. Desde o final do conflito o objetivo do governo inglês era retornar ao padrão-ouro, e à conversibilidade da libra na antiga paridade do pré-guerra. Este objetivo só seria alcançado caso a City não perdesse cada vez mais espaço para Nova York. A disputa entre as duas praças financeiras, e o maior peso dos rentistas na economia inglesa, levou a Inglaterra a fechar um acordo com termos muito mais duros do que os impostos à França e à Itália, anos mais tarde.<sup>79</sup>

O acordo Anglo-americano foi finalizado em junho de 1923, com o refinanciamento da dívida no valor de US\$ 4,6 bilhões, que deveria ser pago em 62 anos, com juros de 3.3%.

---

<sup>76</sup>Shylock é um personagem fictício da peça "O Mercador de Veneza" do dramaturgo inglês William Shakespeare. É um agiota judeu que empresta dinheiro a seu rival cristão, Antônio, colocando como fiança uma libra da carne de Antônio.

<sup>77</sup>Ahamed, 2009:140; Rhodes, 1969

<sup>78</sup>Ahamed, 2009:142

<sup>79</sup>Keynes alertou que a Inglaterra deveria utilizar o tempo a seu favor e postergar a negociação da dívida, pois assim conseguiria melhores termos no acordo, e tal conselho se mostrou sábio uma vez que a França conseguiu em 1926 um acordo no qual o dólar estava cotado em *40 cents*, mas que apenas foi ratificado pelos franceses em 1929. A Itália, por sua vez, conseguiu um acordo melhor ainda com uma cotação de *24 cents* por dólar.

Os americanos pretendiam utilizar os termos do acordo inglês como modelo para as futuras negociações.<sup>80</sup>

Os franceses só se propuseram a negociar com os Estados Unidos em 1924, quando os Estados Unidos, cansados da postergação dos franceses na questão das dívidas, passaram a negar acesso ao mercado de crédito americano aos franceses. O governo americano estipulou que os empréstimos privados aos governos de outros países deveriam passar pela aprovação do Tesouro e do Congresso.<sup>81</sup> Ademais, em 1924 iniciaram as negociações do Plano Dawes, que contribuiu para que os franceses passassem a considerar um acordo com os Estados Unidos, pois a principal alegação da França era que as dívidas de guerra deveriam ser negociadas junto com as reparações impostas à Alemanha.

Um dos principais empecilhos no processo de negociação entre a França e os Estados Unidos era uma cláusula de segurança, demandada pela delegação francesa, a qual instituía que os juros pagos pela França deveriam ser reduzidos proporcionalmente caso a Alemanha não pagasse as reparações negociadas no Plano Dawes. No acordo Franco-americano, Mellon-Bérenger fechado em 1926, não há vestígios de cláusula de segurança – uma vez que os negociadores americanos tratavam as duas questões separadamente, de forma explícita. O que deve ser levado em consideração é que as negociações do Plano Dawes não foram realizadas por oficiais do governo americano, não se tratando de um acordo oficial entre governos, como era o caso das dívidas de guerra. Assim, apesar dos banqueiros terem representado o interesse do Estado americano, não poderia haver uma cláusula de segurança que ligasse um acordo oficial a um acordo comercial.

O acordo Mellon-Bérenger foi ratificado pelo governo francês em 1929, o *refunding* atingiu um valor de US\$ 4,0 bilhões. Não seriam cobrados juros pelos primeiros cinco anos, e nos 62 anos subsequentes a taxa de juros média seria 1.6% ao ano.<sup>82</sup> A dívida francesa nunca foi de fato paga, pois em 1931 o presidente Hoover decretou a moratória das dívidas dos aliados, durante um ano, como uma maneira de aliviar a crise econômica internacional. A crise, no entanto, era grave e afetava a Europa como um todo, de forma que a moratória de um ano não foi suficiente para aliviar a situação econômica destes países, e a suspensão dos pagamentos permaneceu.

---

<sup>80</sup>Rhodes, 1969: 793

<sup>81</sup>Kindleberger, 1973: 26

<sup>82</sup> Rhodes, 1969: 799

Os empréstimos estendidos pelo governo americano aos aliados atrelaram as moedas europeias ao dólar. A partir da criação de uma demanda por produtos americanos durante a guerra, criou-se também a demanda financeira por dólares, que foi suprida através do financiamento por parte do governo americano. Ao final, nota-se que o desfecho não foi muito diferente do plano arquitetado por Keynes<sup>83</sup>: com o Plano Dawes o dinheiro partia dos Estados Unidos por meio dos empréstimos estendidos pelo J.P. Morgan rumo à Alemanha, e com os pagamentos das reparações de guerra os aliados quitavam suas dívidas renegociadas junto ao governo americano. O Plano Dawes foi essencial para que as dívidas de guerra pudessem ser negociadas, como será exposto na próxima seção.

### 3.1.2. AS REPARAÇÕES DE GUERRA E O PLANO DAWES

A Conferência de Paz de Paris teve início em janeiro de 1919, e as decisões ali tomadas ditaram o futuro da Europa pelos próximos 20 anos. A principal dificuldade na negociação das reparações de guerra era chegar a um valor que atendesse às demandas da França e da Inglaterra, ou seja, os custos da guerra que deveriam ser pagos pela Alemanha. O Tratado de Versalhes não estipulou um valor exato para as reparações alemãs, e as negociações se estenderam por longas semanas, até que em maio de 1919 os termos do Tratado foram revelados – causando choque e revolta na população alemã.<sup>84</sup>

Alsace and Lorraine were to revert to France; the Saar coal mines were also ceded to France; North Schleswig was to be subject to a plebiscite as to whether it wished to become a part of Denmark; Upper Silesia, Posen, and West Prussia went to Poland. Both banks of the Rhine were to be permanently demilitarized; the army was to be cut to no more than one hundred thousand men, the navy was to be dismantled, and the Merchant marine distributed to the Allies. (AHAMED, 2009: 108)

Os aliados não fixaram o valor das reparações na Conferência de Paris devido à dificuldade de se chegar a um consenso entre os países vitoriosos. Assim, foi criada Comissão das Reparções, com o objetivo de discutir as reparações e supervisionar os pagamentos das mesmas.

---

<sup>83</sup>Durante as negociações, Keynes desenvolveu o plano, astuto, no qual as reparações seriam fixadas em \$5 bilhões – que seriam pagas pelos alemães em forma de títulos de longo prazo emitidos para os aliados, com os quais eles deveriam pagar as dívidas com o governo americano. Ademais, todas as outras obrigações deveriam ser perdoadas. O plano foi rejeitado pelos americanos não somente por conectar as duas questões, mas pelo montante do valor que seria perdoado e que o governo americano considerou inadmissível.

<sup>84</sup>O Artigo 231 - “o artigo da vergonha” - que responsabilizava apenas a Alemanha pela guerra resumia os termos do Tratado de Versalhes. A humilhação imposta aos alemães era tamanha que Keynes escreveu o livro “As consequências econômicas da paz”, criticando os termos do tratado e alertando para a impossibilidade da reconstrução da Alemanha, e logo, de toda a Europa.

Ao final de 1920 os aliados estimaram o valor das reparações em 132 bilhões de marcos-ouro, o equivalente a US\$ 33 bilhões. Os alemães contestaram este valor e prolongaram as negociações. Assim, em maio de 1921 os alemães finalmente aceitaram a proposta dos britânicos: o valor das reparações seria o equivalente a US\$ 12,5 bilhões, e a Alemanha deveria pagar de US\$ 600 a US\$ 800 milhões por ano – correspondente ao principal e aos juros da dívida – o equivalente a 5% do seu PIB anual.<sup>85</sup>

Apesar dos alemães terem aceitado a proposta do Tesouro Britânico, após prolongarem as negociações durante três anos, o governo alemão sabia que não poderia arcar com o valor acordado. De acordo com Ahamed (2009: 119), mesmo o valor de US\$ 12,5 bilhões era visto pelos alemães como uma quantia desproporcional ao que a Alemanha poderia de fato pagar, tornando os alemães negligentes com o pagamento da dívida nos termos acordados. Seis meses após o acordo, os alemães procuraram os aliados solicitando a moratória da dívida, e do total de US\$ 1,2 bilhão que a Alemanha deveria ter pago nos primeiros dezoito meses, apenas metade foi pago.

A inflação generalizada foi uma das heranças da guerra, na Europa e nos Estados Unidos foram registrados aumentos consideráveis no nível de preços. No entanto, a situação da Alemanha foi agravada pelo conflito distributivo somado ao choque cambial<sup>86</sup>, uma vez que a partir de 1921 alguns eventos como a inflexibilidade da França na negociação das reparações e a instabilidade política dentro da Alemanha, levaram à fuga de capitais. Havia na Alemanha um cenário de depreciação monetária e hiperinflação, que levou a população a recorrer às moedas estrangeiras em busca de alguma estabilidade monetária.<sup>87</sup>

Em 1923, em um contexto político e econômico extremamente delicado, no qual a Alemanha enfrentava uma crise de aceleração inflacionária e dificuldade de honrar os pagamentos das reparações, a França e a Bélgica invadiram o Vale do Ruhr – o principal pólo industrial alemão. A Alemanha adotou uma política de resistência passiva até o final de 1923, quando Stresemann assumiu o posto de Chanceler e declarou estado de emergência, permitindo que o exército alemão pudesse conter o movimento de secessão no Ruhr.

---

<sup>85</sup>Ahamed, 2009:118

<sup>86</sup>O marco em 1914 possuía uma taxa de câmbio de US\$ 4,20, valendo aproximadamente 24 *cents*. Em 1922 cada dólar passou a valer 7.600 marcos. Em agosto de 1923 cada dólar valia 620 mil marcos, e em novembro um dólar era o equivalente a 630 bilhões marcos.

<sup>87</sup>Ahamed, 2009:121

Stresemann convidou Hjalmar Schacht para o posto de “comissário da moeda”, cuja principal responsabilidade seria realizar uma reforma monetária em vias de conter a inflação, e estabilizar a economia alemã. Schacht cumpriu a sua função, realizando a reforma monetária a partir da introdução de uma nova moeda – a Rentenmark. Ao final de 1923, após a morte de Von Havenstein, Schacht assumiu o seu posto tornando-se o novo presidente do Reichsbank.

A ascensão de Schacht à presidência do Banco Central alemão resultou na mudança da política externa alemã, renegociando o pagamento das reparações junto aos aliados. Schacht tinha a consciência que a estabilidade monetária na Alemanha só seria sustentável enquanto o país pudesse pagar as reparações de guerra, e que seria necessário recorrer aos empréstimos internacionais para manter as reservas de ouro, e o lastro do Rentenmark. O Reichsbank possuía menos de US\$100 milhões em reservas de ouro, quantia insuficiente para manter a estabilidade monetária a longo prazo. A única saída para a Alemanha era recorrer aos empréstimos internacionais, com o objetivo de alcançar um nível de ouro adequado para a manutenção da conversibilidade, e acesso aos mercados de crédito internacionais.

Ao final de 1923, Schacht viajou para a Inglaterra e reuniu-se com Montagu Norman. Schacht alegou que, apesar da introdução do Rentenmark e da relativa estabilidade que a economia alemã apresentava naquele momento, a nova moeda ainda não era aceita fora da Alemanha, e não poderia ser a base de empréstimos para aumentar as reservas em ouro do país. Norman sabia que sem as reservas em ouro a estabilidade monetária da Alemanha não duraria muito tempo e que a recuperação da Alemanha dependia, principalmente, da recuperação das exportações alemãs e do comércio internacional como um todo. Assim, Schacht propôs que a Inglaterra emprestasse US\$ 25 milhões, em ouro, que seria suplementado por outros US\$ 25 milhões, obtidos junto aos bancos alemães com ativos no exterior. Esta quantia seria o necessário para que a Alemanha pudesse ter acesso ao mercado de crédito em Londres, onde buscaria um empréstimo de US\$ 200 milhões.<sup>88</sup>

Schacht sabia a dificuldade que seria para um país como a Alemanha, com os pagamentos das reparações atrasados, e sem condições de honrar os seus compromissos junto aos aliados, conseguir um empréstimo oficial do Banco da Inglaterra. No entanto, o banqueiro também sabia que uma das principais preocupações da Inglaterra, naquele momento, era expandir a área de influência da libra e fortalecer o seu papel de moeda-chave – uma vez que a guerra e a ascensão do dólar havia minado parte do prestígio da moeda inglesa. Assim, o

---

<sup>88</sup>Ahamed, 2009:195

pedido de empréstimo a Norman trazia consigo uma proposta irrefutável: a proposta de lastrear o novo banco central alemão em libras esterlinas.

One element in Schacht's plan was specifically designed to appeal to Norman: the proposal to base the new bank on the pound sterling. Not only was its capital to be denominated in sterling, it would make loans in sterling, and perhaps issue bank notes in pounds to circulate in Germany. Norman had been working to strengthen the pound by having other European central banks hold some of their reserves in sterling rather than gold [...] but they were small nations of little economic significance. To bring a country such as Germany, despite its troubles still the largest economy within Europe, into the ambit of the pound would enormously bolster sterling's faltering position. (AHAMED, 2009: 196)

Norman concordou em estender o empréstimo à Alemanha, e naquele exato momento um grupo de *financial experts* americanos cruzava o Atlântico para reunir-se com o Comitê de Reparações. O governo americano mostrava preocupações com a economia alemã, e com a questão das reparações de guerra desde 1922 – naquele ano os Secretários de Estado e de Comércio, Charles Evans Hughes e Herbert Hoover, respectivamente, procuraram o banqueiro Morgan e solicitaram que nenhum empréstimo de estabilização com os aliados fosse estendido à Alemanha sem que o valor total das reparações fosse revisto.<sup>89</sup>

A preocupação do engajamento de Morgan em um possível empréstimo à Alemanha era legítima, uma vez que o banco J.P. Morgan havia se tornado o principal banco americano a realizar empréstimos para governos de outros países durante a guerra, e continuou a trabalhar com o Banco da Inglaterra na provisão de empréstimos após o final do conflito. O afastamento do presidente Wilson em 1919 impactou diretamente na política externa americana no entreguerras, e a não ratificação da Liga das Nações pelo congresso americano fez com que os Estados Unidos se mantivessem afastados das questões europeias. O vácuo de poder na Europa deixado pelos Americanos abriu espaço para a Inglaterra expandir a área de influência britânica, principalmente financeira, através da Liga das Nações.

Os dois primeiros empréstimos que ocorreram através da Liga das Nações, cujo comitê financeiro era dominado pelo Banco Central da Inglaterra, foram direcionados para à Áustria (1922) e Hungria (1923)<sup>90</sup>. Estes empréstimos tinham como objetivo estabilizar as economias europeias, e em contrapartida os países devedores deveriam apresentar equilíbrio orçamentário, além da criação de novos bancos centrais nestes países – que teriam suas cadeiras ocupadas por *financial experts*. No plano de estabilização direcionado à Austria,

---

<sup>89</sup> Rosenberg, 2001: 168

<sup>90</sup> Outros empréstimos subsequentes foram direcionados para a Estônia (1923), Grécia (1924 e 1927), e Bulgária (1927). (ROSENBERG, 2001:167)

Morgan Jr. proveu o capital necessário para o empréstimo de estabilização, trabalhando em conjunto com Montagu Norman. Devemos destacar que os empréstimos estendidos no âmbito da Liga das Nações eram denominados em libras esterlinas, bem como as reservas dos bancos centrais recém-criados, também denominadas em libras.<sup>91</sup>

Apesar da posição isolacionista dos Estados Unidos, que emanava do congresso e dos republicanos, Hughes e Hoover tentaram em alguma medida envolver os Estados Unidos nas questões internacionais, pois acreditavam que a recuperação da Europa era essencial para a prosperidade americana. Ao final de 1923 a Comissão das Reparações propôs a criação de um novo comitê composto por *experts* financeiros para discutir as reparações alemãs, com a participação dos Estados Unidos, que enviou uma delegação composta por banqueiros e *financial experts* – não oficiais do governo americano. Desta forma, os [capitais] americanos poderiam se engajar na reconstrução financeira da Europa sem conflitar com o isolacionismo do congresso.

The American public's general aversion to economic and political entanglements, on the one hand, with Europe's desperate need for loans and the U.S. ready bond Market, on the other, provided a perfect incentive for turning to private bankers to spearhead loan-stabilization packages. Through private bankers, U.S. policymakers could respond to European needs without raising the insurmountable domestic opposition to U.S. government involvement. (ROSENBERG, 2001: 167)

A nova comissão<sup>92</sup>, cujo objetivo era garantir o equilíbrio das contas públicas da Alemanha e a estabilização do marco, era liderada por Charles Gates Dawes, um banqueiro de Chicago, que vinha acompanhado do expert Owen D. Young, presidente do conselho da General Electric – na época a décima maior companhia dos Estados Unidos. A primeira reunião ocorreu em janeiro de 1924, e os *financial experts* encontraram dificuldades para negociar com oficiais de Estado, que levantavam questões políticas como a retirada das tropas francesas no Ruhr, além das rivalidades políticas que emergiam nas negociações.<sup>93</sup>

Em abril, o comitê elaborou um plano, no qual o valor total das reparações não seria alterado, pois seria difícil negociar uma redução do valor total junto aos franceses. O plano focava apenas no valor que a Alemanha deveria pagar nos próximos anos. O Plano Dawes estabeleceu o calendário dos pagamentos começando em 1 bilhão de marcos-ouro, no primeiro ano, aumentando para 2,5 bilhões no quinto ano – variando em relação às condições

---

<sup>91</sup> Rosenberg, 2001: 167-68

<sup>92</sup>A comissão era totalizada por dez homens, dois de cada país envolvido das negociações: Estados Unidos, Inglaterra, França, Bélgica e Itália.

<sup>93</sup>Ahamed, 2009:198

da prosperidade mundial (caso o preço do ouro variasse em mais de 10%)<sup>94</sup>. Além disso, a novidade do plano seria que o pagamento das reparações seria realizado de forma a não minar a estabilidade do marco, como havia ocorrido nos anos anteriores. O dinheiro direcionado para o pagamento das reparações seria inicialmente levantado em marcos pelo governo alemão e depositado em uma conta especial no Reichsbank, que estaria sob o controle de um agente coletor que decidiria se o dinheiro poderia ser transferido para os aliados sem desestabilizar o valor do marco.<sup>95</sup>

A peça central do Plano Dawes foi o empréstimo realizado pelo banco J.P. Morgan à Alemanha, no valor de US\$ 200 milhões, a partir da emissão de títulos no mercado americano. O empréstimo foi realizado mediante a criação de um novo banco central, um Reichsbank independente, e um novo sistema monetário. O empréstimo seria o suficiente para manter a conversibilidade do Rentenmark, estabilizar a economia alemã, e ajudar a Alemanha a pagar as reparações nos primeiros anos até a recuperação total de sua economia – que era o grande objetivo do Plano Dawes.<sup>96</sup>

Vale destacar que o banqueiro J.P. Morgan Jr. pediu ao Secretário Hughes que emitisse uma declaração oficial de apoio ao empréstimo antes de prosseguir com o mesmo, e o Secretário respondeu que o empréstimo era imprescindível para a implementação do Plano Dawes, tendo em vista a recuperação econômica da Alemanha. Hughes, assim como o Secretário Hoover, viam a recuperação da Alemanha como a condição necessária para evitar que o caos se instaurasse na Europa, e compreendiam que a participação dos Estados Unidos, principalmente do capital americano, era crucial para o sucesso do Plano Dawes. Sendo assim, Morgan Jr. teve o aval do governo americano – demonstrando que apesar de ter sido enviada uma comissão não oficial para as negociações junto aos aliados, esta estava a serviço do Estado americano.

Cabe aqui uma questão acerca dos interesses estratégicos dos Estados Unidos. O novo Reichsbank, assim como foi acordado entre Schacht e Norman no final de 1923, operava com reservas em libras. O plano inicial da delegação americana era que o novo banco central alemão operasse com reservas em ouro, no entanto, os britânicos rejeitaram essa proposta – uma vez que a Inglaterra ainda não havia retornado ao padrão-ouro. A delegação americana cedeu à proposta britânica, pois necessitava do apoio dos ingleses para conseguir o apoio de

---

<sup>94</sup>Kindleberger, 1973:22

<sup>95</sup>Ahamed, 2009:207;

<sup>96</sup> Rosenberg, 2001: 169

Morgan, e logo, viabilizar o empréstimo. O que chama a atenção é não ter havido uma proposta americana para que o Reichsbank operasse com reservas em dólares, uma vez que o dólar era a única moeda conversível em ouro neste período.

Mazzuchelli (2009: 206) aponta que nas questões internacionais era difícil saber se a capacidade de atuação do Fed era superior à do J.P. Morgan. Apesar de Nova York competir com Londres como centro financeiro internacional, a tradição e competência do Banco Central da Inglaterra no manejo das questões financeira internacionais ainda não haviam sido rivalizadas pelo Federal Reserve. De acordo com o autor, o que interessava aos Estados Unidos não eram as duvidosas e polêmicas reparações alemãs, mas sim o mercado e as oportunidades de lucro que se abriam com a reconstrução da Alemanha.

A postura dos Secretários Hoover e Hughes nos anos da administração do republicano Coolidge contestam o caráter puramente financeiro e mercantil do envolvimento dos Estados Unidos na questão das reparações. Não há dúvidas de que os Estados Unidos e os bancos americanos enxergavam as imensas possibilidades de lucros na Alemanha, no entanto, reduzir o Plano Dawes, e o engajamento americano na questão das reparações, como um movimento exclusivo do capital em busca de lucros é perder de vista a importância estratégica da Alemanha e o peso de sua economia. O fato de Morgan ter pedido uma declaração oficial do governo americano que endossasse o empréstimo à Alemanha, e a resposta de Hoover sobre a importância estratégica do empréstimo demonstra que o Estado americano estava à frente das negociações.

Os *bonds* alemães emitidos pelo J.P. Morgan venderam rapidamente, pois o Federal Reserve reduziu os juros americanos em 1924 – com o objetivo de ajudar a Inglaterra a retornar ao padrão-ouro – o que tornou os títulos alemães mais atraentes para os investidores. A redução dos juros americanos aumentou o apetite dos investidores americanos pelos *bonds* do Plano Dawes, e por títulos de outros países no geral. De acordo com Kindleberger (1973: 22) o Plano Dawes foi a faísca que deu início aos empréstimos internacionais lançados em Nova York, primeiro para a Alemanha e depois para a América Latina e o resto da Europa.

The New York Fed's 1924 interest-rate reduction, taken with the goal of helping Britain back onto gold standard, wetted the appetite of investors for the high-yielding bonds issued to fund the Dawes Loan. It boosted the demand of American investors for foreign bonds generally. New dollar loans to foreign countries, funded almost entirely by placing bonds in the United States, ran at an annual average of \$600 million between 1921 and 1923. In 1924 and again in 1925, with encouragement from the Dawes Plan then the Fed, they rose to twice that level. (EICHENGREEN, 2005: 55)

O Plano Dawes também foi essencial para solucionar a crise política na Europa, pois como parte do acordo a França concordara em evacuar o Ruhr. Durante as negociações o Franco sofreu uma forte desvalorização, o que talvez tenha contribuído para que a França cedesse em alguns pontos e facilitasse as negociações. O franco foi estabilizado após um empréstimo de US\$ 100 milhões do J.P. Morgan ao governo francês.<sup>97</sup>

Finalmente, vale destacar que Schacht não concordou com os termos do Plano Dawes, pois alegava que a Alemanha não seria capaz de honrar os seus compromissos da maneira como havia sido negociado o pagamento das reparações, e acima de tudo, temia que o endividamento alemão fugisse ao controle do governo. Contudo, Stresemann argumentou que o Plano deveria ser implementado, pois o objetivo mais urgente era que a França retirasse as tropas do Ruhr.

Os primeiros *bonds* alemães lançados no mercado de crédito americano abriram as portas para que o capital privado norte-americano inundasse a economia alemã, e os setores da indústria e agricultura alemã, além dos governos locais, se tornaram investimentos atrativos para os capitais internacionais. Rosenberg (2001: 171) aponta que entre 1924 e 1928 a importação de capital, a maioria proveniente dos Estados Unidos, financiou um terço do investimento doméstico total da Alemanha.

Mazzuchelli (2009: 209) destaca que os Estados Unidos nos anos 1920 eram os principais credores internacionais. A Inglaterra e França haviam se endividado por meio de empréstimos oficiais, ao passo que a Alemanha foi principal destino do capital privado norte-americano, assim como a Ásia, Oceania e América Latina, a partir de 1924. Os Estados Unidos não eram somente o principal credor internacional, mas também a principal economia exportadora, e logo, superavitária em suas transações comerciais externas: entre 1920-29 o saldo comercial norte-americano totalizou cerca de US\$ 11 bilhões. No entanto, os Estados Unidos ainda mantinham uma política comercial extremamente protecionista, o que levou o autor a inferir que: ‘o isolacionismo político e comercial dos EUA, e a subordinação de suas relações internacionais à lógica estrita dos negócios privados, eram incompatíveis com o

---

<sup>97</sup>On March 13, the French government announced that J.P. Morgan & Co. had lent \$100 million on the security of its gold reserves. The conditions attached were made public, including the usual clauses about the government taking steps to balance its budget, reduce expenditures, and float no new loans. But it was also rumored that Morgans, normally considered one of the most pro-French of all American investment houses, had also secretly insisted that the French government bind itself to accepting whatever plan the Dawes Committee might issue.” AHAMED (2009: 205)

papel estratégico que o país deveria exercer no contexto mundial<sup>98</sup>. A recuperação da economia alemã e a estabilidade, a longo prazo, só seriam possíveis mediante o aumento de suas exportações, e para isto era necessário a existência de mercados.

Os capitais americanos que migraram em forma de crédito promoveram um alívio imediato à economia alemã, e auxiliaram a Inglaterra a retornar ao padrão-ouro, viabilizando o pagamento das reparações alemãs aos ingleses. No entanto, conforme o endividamento alemão aumentava criava-se uma dificuldade para o agente coletor decidir entre o pagamento das reparações ou dos empréstimos internacionais. Criou-se um boom de endividamento na Alemanha, e em 1925, com uma taxa de desemprego na casa dos 20%, tanto o governo nacional como os governos locais começaram a cobrir os seus déficits com financiamento externo.<sup>99</sup>

Schacht temia que o endividamento alemão pudesse comprometer a estabilidade do marco, e passou a pressionar para que os empréstimos fossem controlados mais de perto e as reparações de guerra fossem revistas. O presidente do Reichsbank acreditava que os bancos americanos, fonte de todo financiamento, pressionariam para que as reparações fossem revistas caso fossem alertados sobre o déficit alemão e a inabilidade da Alemanha de pagar o que havia sido emprestado.

Em 1928, a situação alemã piorou com a elevação dos juros nos Estados Unidos, pois havia o temor de que o governo americano suspendesse o apoio para os investimentos na Alemanha. Neste período, a Alemanha sofreu uma redução na oferta de crédito proveniente dos Estados Unidos, e o governo americano considerando as diversas demandas decidiu estabelecer uma nova reunião, liderada por Owen Young e J.P. Morgan – como representantes não oficiais do governo americano – com o objetivo de renegociar as reparações de guerra. A expectativa dos alemães era que o valor das reparações fosse reduzido, e o Plano Young, finalizado em 1929, atendeu a essa demanda (de forma tácita, mas não oficial, uma vez que a redução foi obtida a partir da redução das dívidas de guerra dos aliados). No novo acordo o posto de coletor geral foi substituído pelo BIS (Bank for International Settlements), cuja função seria administrar a distribuição do pagamento das reparações e facilitar a transferência do dinheiro entre governos.<sup>100</sup>

---

<sup>98</sup>Mazzuchelli, 2009: 209

<sup>99</sup> Rosenberg, 2001: 173

<sup>100</sup> Rosenberg, 2001: 175

Em suma, após o Plano Dawes a economia alemã voltou a respirar, ainda que por meio do endividamento e por um curto período de tempo, pois com a retração dos capitais internacionais após a crise 1929 a Alemanha mergulhou novamente em uma crise econômica profunda. Após a ascensão de Hitler, a Alemanha suspendeu os pagamentos tanto das reparações, como dos empréstimos contraídos junto aos bancos privados. Os últimos voltaram a ser pagos em 1990, após a reunificação do país.

## 3.2.A POLÍTICA DO OURO

### 3.2.1. A RESPOSTA INGLESA AO DESAFIO AMERICANO (1918-1925)

Os empréstimos americanos para os aliados durante a Primeira Guerra Mundial permitiram que o conflito se estendesse durante anos – pois se dependesse apenas das reservas em ouro dos aliados a máquina de guerra não teria se sustentado por muito tempo. Entretanto, os empréstimos em dólares custaram mais caro aos aliados do que eles supunham inicialmente, pois os empréstimos foram uma forma de atrelar as moedas das potências europeias - em especial o franco e a libra - ao dólar. Sendo assim, em 1918 os aliados se viam em um cenário econômico no qual as taxas de inflação na Europa eram superiores à americana, e a tentativa de manter uma libra supervalorizada levaria a Inglaterra a perder grandes volumes de ouro.

Nascia assim o dilema do governo inglês na década de 1920, o principal centro financeiro mundial e emissor da moeda-chave internacional, o qual deveria optar entre realizar uma política contracionista para reduzir a inflação, ou desvalorizar a moeda, tendo em vista o retorno ao padrão-ouro. Como veremos nesta seção, a segunda opção não era de fato viável. A tentativa de manter o prestígio da libra explica porque a Inglaterra foi a última potência a restaurar a conversibilidade de sua moeda, retornando ao padrão-ouro somente em 1925, na paridade anterior à guerra.

Havia duas políticas em curso, uma em cada lado do Atlântico: enquanto os Estados Unidos adotavam uma política de acumulação de ouro, visando assegurar a conversibilidade do dólar a qualquer custo; os aliados tinham como objetivo proteger as suas reservas, com o objetivo de assegurar a manutenção da conversibilidade. O cobertor de ouro era curto, e mesmo durante o conflito quando foi negociado o empréstimo anglo-francês – no qual foram oferecidos como colateral os títulos americanos em posse dos governos aliados ao invés de ouro – já era uma tentativa da Europa de proteger as suas reservas metálicas.

O Boletim do Federal Reserve de dezembro de 1917 expõe a posição oficial do Fed frente ao grande influxo de ouro recebido pelos Estados Unidos durante a guerra, e refuta que o empréstimo tenha sido negociado sem o ouro como contrapartida em decorrência de um temor inflacionário por parte dos Estados Unidos, como aponta Eichengreen (1992). Não foi o temor inflacionário por parte dos Estados Unidos que levou os aliados a tomarem empréstimos oferecendo como garantia os títulos do governo americano, e sim o fato de que

os aliados não queriam mais exportar ouro, adotando uma política de preservar as suas reservas durante a guerra.

Diferentemente da visão de Eichengreen (1992), de que o envio de ouro seria repellido pelos países neutros devido às consequências inflacionárias, o conselho do Fed não considerava que a importação de grandes quantidades de ouro fosse necessariamente uma fonte de perigo ou possível desestabilização para a economia americana. O perigo, de acordo com o conselho, existiria somente no caso do influxo de ouro se tornar incontrolável, e se tornar a base para a expansão indesejada de empréstimos, levando à inflação. O relatório comenta que caso fosse necessário, os bancos deveriam se ajustar à legislação do Federal Reserve Act – que não havia sido completamente implementada – e cumprir os requerimentos de manter um mínimo de reservas reais (em ouro), e não fictícias, baseadas em *securities* e ativos financeiros.

The Board does not share the view frequently expressed of late, that further importations of large amounts of gold must of necessity prove a source of danger or disturbance to this country. That danger, the Board believes, will arise only in case the inflowing gold should remain uncontrolled and be permitted to become the basis of undesirable loan expansions and of inflation. There are means, however, of controlling accessions of gold by proper and voluntary cooperation of the banks or, if need be, by legislative enactment. (Federal Reserve Bulletin, dez, 1917)

A preocupação dos aliados com a preservação de suas reservas durante a guerra estava relacionada com a conversibilidade de suas moedas, e a própria sustentação do padrão-ouro. Estima-se que aproximadamente US\$ 3 bilhões em reservas de ouro foram adicionadas aos cofres dos Bancos Centrais, quantidade equivalente a 150% de todo ouro encontrado entre 1914 e 1918. Este valor é explicado pelo fato dos governos suspenderem o uso de moedas de ouro, passando a emitir papel moeda, e apelarem para o patriotismo dos seus cidadãos – clamando que depositassem todo o ouro em posse dos mesmos nos cofres públicos.<sup>101</sup>

A principal herança da guerra para o Sistema Monetário Internacional foi a brusca mudança na distribuição das reservas de ouro, que ameaçava a viabilidade do retorno ao padrão-ouro. Na Inglaterra havia um consenso entre os mais altos escalões do governo de que o padrão-ouro deveria ser restaurado assim que possível, e a libra deveria retornar com a paridade anterior à guerra, de US\$ 4,86 em relação ao dólar, ou 3 libras, 17 xelins e 9 *pence* por onça de ouro com teor de pureza 0,999<sup>102</sup>. A guerra também trouxe consigo o aumento do nível de preços de todos os países, nem mesmo os Estados Unidos escaparam da inflação, e o

---

<sup>101</sup>Eichengreen, 1992: 86

<sup>102</sup>Eichengreen, 2000: 90

retorno ao padrão-ouro só seria possível por duas vias: deflação ou desvalorização. A primeira opção jogava o peso do ajuste sobre os trabalhadores assalariados, ao passo que a segunda afetava principalmente os detentores da riqueza financeira.

A Inglaterra e os Estados Unidos optaram pela primeira opção, e decidiram aplicar medidas de austeridade visando deflacionar os preços para retornar à paridade pré-guerra, enquanto a Alemanha e a França optaram pela desvalorização. Sendo Londres e Nova York as principais praças financeiras mundiais, e dado o peso da *City* na economia inglesa, sobretudo após a guerra, não é de se espantar que a opção de ambos os países tenha sido pela preservação dos rentistas. No padrão-ouro a desvalorização era vista como um desvio de conduta, como uma falta de compromisso com os investidores que sofreriam com a perda de valor dos seus ativos. Esta era uma situação complicada especialmente para a Inglaterra, pois os Estados Unidos haviam importado grande quantidade de ouro, e mesmo com a inflação conseguiram retornar rapidamente à antiga paridade. Ao final da guerra, o dólar era a única moeda cuja conversibilidade não havia sido suspensa.

A decisão da Inglaterra entre desvalorizar ou deflacionar reflete principalmente o *desafio americano* que se apresentava para os ingleses em 1919. Antes da guerra as principais potências – Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha e França – operavam suas economias com uma reserva em ouro de aproximadamente US\$ 5 bilhões. Durante a guerra a descoberta de ouro foi pequena, e em 1923 a reserva total de ouro dos quatro países contabilizava US\$ 6 bilhões. Concomitantemente, houve um aumento de 50% no nível de preços nos Estados Unidos e na Inglaterra, em relação ao início da guerra, o que significava que o poder de compra do ouro havia reduzido aproximadamente 25%.

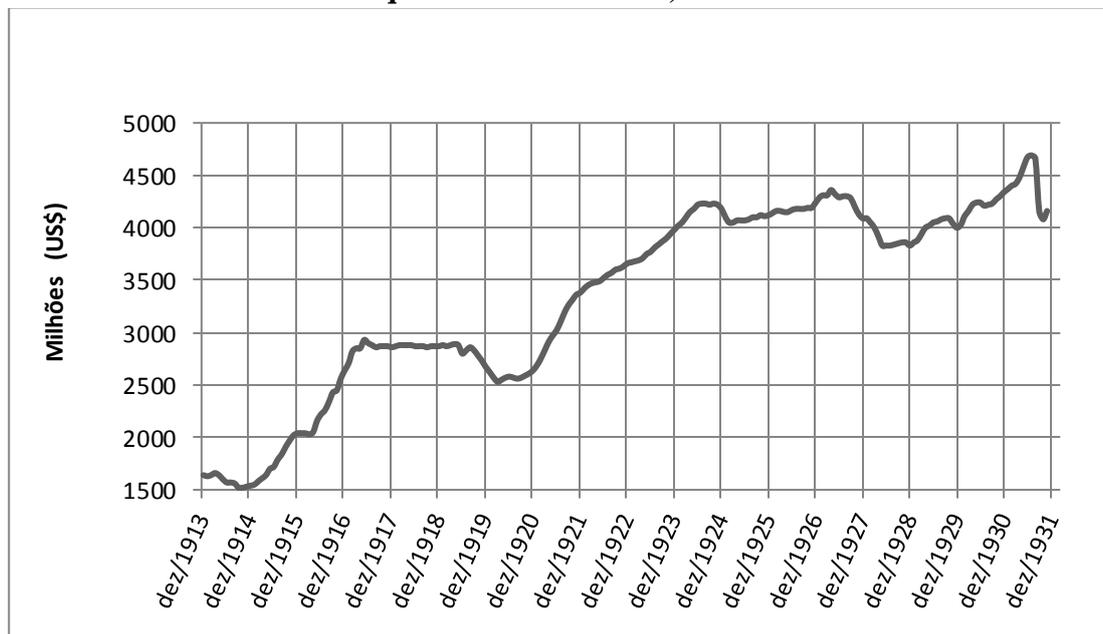
Entretanto, a maior preocupação entre os banqueiros após a guerra não era a escassez de ouro, propriamente dita, e sim a concentração do mesmo nos Estados Unidos. Em 1923 havia cerca de US\$ 4,5 bilhões em ouro nos cofres americanos, do total de US\$ 6 bilhões de reservas referentes às quatro principais potências mundiais – o que deixava França, Alemanha e Inglaterra com um total de US\$ 1,5 bilhões em reservas de ouro, tornando quase impossível o retorno ao padrão-ouro com as antigas paridades, ameaçando a conversibilidade e credibilidade de suas moedas.<sup>103</sup>

---

<sup>103</sup>Ahamed, 2009:163-4

No Gráfico 1 é possível observar o aumento substancial do estoque de ouro dos Estados Unidos entre 1914 e 1931. O primeiro salto nas reservas em ouro ocorreu entre 1914 e 1919, durante a Primeira Guerra Mundial, em decorrência do aumento das exportações americanas. A partir de 1921, a elevação dos juros americanos de 6% para 7% com o objetivo de conter a inflação após a guerra disparou o segundo movimento ascendente nas reservas em ouro dos Estados Unidos, que perdurou até 1924. Entre janeiro de 1921 e agosto de 1924 o estoque de ouro praticamente dobrou, de US\$ 2,64 bilhões para US\$ 4,23 bilhões.

**Gráfico 1 - Estoque de ouro dos EUA, 1914 - 1931**



Fonte: *NBER* Macro history database. U.S. Monetary Gold Stock 01/1914-12/1946. Disponível em: <http://www.nber.org/databases/macroeconomy/contents/chapter14.html>

Londres enfrentava dois desafios relacionados entre si: por um lado, Londres havia perdido parte dos seus negócios para Nova York, e o seu posto como banco do mundo estava claramente ameaçado; na outra ponta estava a libra, cuja credibilidade estava em xeque, uma vez que as reservas em ouro da Inglaterra estavam muito abaixo do necessário para que a libra retornasse à paridade anterior à guerra. A restauração da paridade tradicional era essencial para que Londres continuasse a ser o principal centro financeiro mundial. A conversibilidade da libra em ouro sustentava o seu status como moeda internacional, e as principais nações no comércio internacional, como os Estados Unidos, Rússia, Japão, Índia e Argentina, mantinham parte de suas reservas em libras, depositadas em Londres. Desta forma,

desvalorizar a libra não se apresentava como uma alternativa, pois ameaçaria a posição de Londres como principal centro financeiro mundial.<sup>104</sup>

Enquanto Montagu Norman enfrentava os desafios impostos pela ascensão dos Estados Unidos na esfera monetária e financeira internacional, do outro lado do Atlântico, seu amigo Benjamin Strong – presidente do Federal Reserve de Nova York – manejava as peças do tabuleiro de maneira dúbia.

A estrutura do Federal Reserve permitia a existência de um vácuo de poder, do qual Strong se aproveitou para dominar a instituição. A proximidade de Montagu Norman, e dos demais banqueiros europeus, permitiu que Strong aprendesse a administrar e a operar o Banco Central americano. Quando o Fed foi criado a sua principal função era influenciar as condições do crédito através das taxas de redesconto, no entanto, nos anos 1920 esta técnica se mostrou muito passiva e pouco eficaz para controlar a oferta monetária. Assim, Strong passou a realizar operações em mercado aberto, comprando ou vendendo títulos do governo, visando controlar a quantidade de dinheiro que circulava na economia americana.<sup>105</sup> Outra inovação de Strong foi a política de atenuar o impacto do influxo de ouro sobre as condições de crédito domésticas, retirando de circulação o ouro que entrava nos Estados Unidos.

Este cenário mudou em 1924, quando o Fed de Nova York reduziu as taxas de redesconto norte-americanas em uma tentativa de estimular os capitais a migrarem para a Inglaterra, aumentando o estoque de ouro, contribuindo para que a Libra pudesse retornar à paridade anterior à guerra. A redução foi de 4.5% para 3%.<sup>106</sup> Strong foi acusado de imprudência, uma vez que a redução dos juros precipitou um aumento na taxa da inflação e aumentou o movimento especulativo na bolsa de valores americana. A redução também tinha como objetivo tornar os títulos alemães mais atraentes, emitidos como parte do acordo Dawes, visando a reconstrução da economia alemã.

O presidente do Fed de Nova York foi duramente criticado por colocar os interesses da Europa a frente dos interesses domésticos. Strong era de fato um internacionalista, e acreditava que a recuperação da Europa e o retorno ao padrão-ouro eram condição necessária para que o mundo, inclusive os Estados Unidos, retomasse o caminho da estabilidade e prosperidade. Um dos objetivos de Strong era transformar Nova York no novo centro

---

<sup>104</sup>Ahamed, 2009:159

<sup>105</sup>Ahamed, 2009:175

<sup>106</sup>Eichengreen, 2015: 21

financeiro mundial, e para isso o reestabelecimento de um sistema monetário internacional estável era central para o seu objetivo.<sup>107</sup>

De acordo com Kindleberger (1973: 31) a política de redução dos juros americanos encabeçada por Strong em 1924 baseava-se na necessidade de eliminar os efeitos malignos da instabilidade das taxas de câmbio sobre o comércio mundial, revertendo o influxo de ouro nos Estados Unidos, e aumentar as oportunidades de negócios para os bancos de Nova York – principalmente a concessão de empréstimos internacionais – como uma consequência das taxas de juros mais elevadas em Londres.

Em 1921, os Estados Unidos adotaram uma política econômica contracionista, com o objetivo de reduzir a inflação após a guerra, e a Inglaterra seguiu o mesmo caminho. A decisão de deflacionar a economia foi parcialmente bem-sucedida – os preços na Inglaterra caíram em torno de 50%, e a libra que havia chegado a US\$ 3,20 atingiu o valor de US\$ 4,30. Esta decisão teve custos altos para a Inglaterra, que viu o desemprego crescer e se manter acima dos 10%<sup>108</sup>, pois enquanto se recuperava da recessão o governo inglês optou por manter uma política de altas taxas de juros, tendo em vista a dificuldade que a City de Londres encontrava em competir com Nova York.

Assim, em 1924 a Inglaterra ainda enfrentava uma alta taxa de desemprego, agravada por uma política econômica de juros altos, cujo objetivo era deflacionar a economia inglesa e retornar à antiga paridade. A libra, no entanto, havia estacionado em torno da paridade de US\$ 4,35 e o retorno não parecia próximo. Neste cenário alguns economistas, como Keynes, argumentavam que o governo inglês deveria abandonar a política contracionista, pois a paridade da libra em relação ao dólar, e ao ouro, deveria refletir a nova realidade da economia inglesa.

Havia uma clara disputa no debate econômico, de um lado Keynes e os economistas que advogavam pelo abandono da antiga paridade, alegando que os custos de um câmbio valorizado cairiam sobre indústria inglesa – reduzindo a sua competitividade – e agravaria o desemprego e a recessão. Do outro lado, havia Montagu Norman e os economistas ortodoxos, que alegavam que o retorno à antiga paridade se tratava um compromisso "moral" da nação britânica com os financistas que retiam ativos denominados em libras, e que haviam depositado confiança na Inglaterra e em sua moeda. Não se tratava de uma questão moral, na

---

<sup>107</sup>Eichengreen, 2015: 22

<sup>108</sup>Ahamed, 2009:220

realidade o que estava em jogo era o prestígio da City, que se ancorava no papel internacional da libra e estava ameaçado pelo crescimento do mercado financeiro norte-americano.

Uma das estratégias de Montagu Norman para que a Inglaterra retornasse ao padrão-ouro foi a criação de um plano, no qual os bancos centrais europeus acumulariam reservas em libras no lugar do ouro. Este plano surgiu por volta de 1922, na Conferência de Gênova, e foi colocado em prática em alguns países como a Alemanha e os demais países que receberam empréstimos de estabilização do Banco da Inglaterra por meio da Liga das Nações. De acordo com Montagu, a substituição de ouro por libras evitaria, ou remediaria a escassez de ouro que atingia as economias europeias – especialmente a Inglaterra. O plano era astuto, uma vez que a criação de uma demanda por libras asseguraria a posição privilegiada da mesma no Sistema Monetário Internacional, em um cenário de disputa com o dólar, e facilitaria o retorno à antiga paridade e ao padrão-ouro.<sup>109</sup>

A dificuldade que a Inglaterra encontrou para retornar ao padrão-ouro reflete a drástica mudança na posição de sua economia após a primeira guerra mundial. Após o Plano Dawes o marco estava estável e a Alemanha pôde retornar ao padrão-ouro, antes mesmo de Londres, o que levou os ingleses a temerem que a Alemanha pudesse se tornar o novo centro financeiro europeu – desbancando a City, e a libra. Além da Alemanha, Suécia, Polônia, Áustria, e Hungria já haviam retornado para o ouro, e o mundo esperava o retorno da Inglaterra.

No final de 1924 o partido conservador assumiu o governo da Inglaterra e uma onda de otimismo surgiu dentre os investidores, pois era esperado que os conservadores implementassem uma política ortodoxa com o objetivo de retornar ao padrão-ouro. Esta onda de otimismo impactou de forma positiva sobre a libra, que passou a valorizar. O presidente do Banco da Inglaterra ainda não estava certo de que retornar à antiga paridade seria a melhor decisão, afinal, os preços na Inglaterra continuavam altos em relação aos preços nos Estados Unidos e haveria custos para toda a economia inglesa – especialmente para a indústria e para os trabalhadores. Neste contexto, Montagu Norman viajou até os Estados Unidos para conversar com Strong, e ironicamente o destino dos ingleses foi selado em solo americano.

Strong, o Secretário Mellon, e os banqueiros do J.P. Morgan pressionaram Montagu Norman para que a Inglaterra retornasse ao padrão-ouro o mais rápido possível.<sup>110</sup> Norman,

---

<sup>109</sup>Ahamed, 2009:163; Eichengreen, 2005:36

<sup>110</sup>Kindleberger, 1973: 30

mais do que ninguém, sabia dos custos que a economia inglesa enfrentaria caso não retornasse ao padrão-ouro, e a os impactos sobre o sistema monetário e financeiro internacional. No entanto, uma volta à antiga paridade ao final de 1924 significava a adoção de uma política econômica deflacionária, tendo em vista a redução da disparidade dos preços entre a Inglaterra e os Estados Unidos, e grandes custos para toda a economia inglesa – exceto pela City de Londres – que seria a maior beneficiada.

Strong stressed that the British had only a few weeks, at best months, to act. The pound was for the moment supported by the positive political developments at home; American capital was currently very optimistic about Europe in the wake of the Dawes Plan, and the Fed had been able to help Britain out by easing U.S. credit conditions in mid-1924. He warned that this narrow window would soon close, as Britain commenced war-debt payments, an outflow that was certain to weaken sterling. The Fed's easing of credit during 1924 had suited America's own domestic needs – the U.S. economy having suffered a mild and short-lived recession in the summer. But the time was fast approaching when the Fed would be forced to tighten credit for domestic reasons, making it difficult and more expensive for Britain to attract capital to support its currency. There were already murmurs within the corridors of the Fed that Strong was too greatly influenced by his friends in London. (Ahamed, 2009: 227)

Strong chegou a propor um empréstimo de US\$ 200 milhões, dos cofres do Fed de Nova York, que seria suplementado por mais US\$ 300 milhões dos bancos parceiros do J.P. Morgan. O governo dos Estados Unidos já estava lidando com a negociação das dívidas de guerra, e não estava em condições de oferecer um empréstimo oficial, no entanto, era necessário alimentar as reservas inglesas para que a libra voltasse à antiga paridade. Este empréstimo nunca se concretizou, pois quando foi anunciado o retorno ao padrão-ouro, os juros ingleses - que já estavam elevados - atraíram capitais suficientes para sustentar a paridade de US\$ 4,86.

Os Estados Unidos, mais especificamente Strong e o banqueiro Morgan, persuadiram Norman a tomar as medidas necessárias para retornar o padrão-ouro. A questão é “por que os Estados Unidos estavam tão preocupados com a volta do padrão-ouro na Inglaterra?”. Uma das possibilidades é que os ativos ingleses compunham grande parte do portfólio dos bancos americanos, e das reservas americanas. Outra possibilidade é que os Estados Unidos sabiam que a única maneira de sustentar o padrão-ouro seria com o retorno da libra à antiga paridade, dada à centralidade da libra neste padrão monetário internacional. Toda a política de acumulação de ouro que os Estados Unidos vinham praticando desde 1914 só faria sentido caso o padrão-ouro ainda existisse, e o único país que poderia sustentar este padrão era a Inglaterra.

Strong remained convinced that given the importance of the pound to world trade, a global return to the gold standard would only be possible if Britain took the lead: “The great problem is sterling the others will come along easily if sterling could be dealt with,” he kept telling his colleagues. (Ahamed, 2009: 226)

Entre Keynes e Montagu Norman, havia Winston Churchill, nomeado Chanceler do Tesouro pelo partido conservador. Churchill acabou sendo convencido por Norman, e decretou o retorno à antiga paridade. O Chanceler parece ter optado pelo retorno por temer que a desvalorização da libra fosse uma declaração pública de que a Inglaterra já não ocupava o papel de principal potência econômica. A disputa entre a libra e o dólar era explícita, e Churchill estava ciente disto. Em um dos diálogos com Montagu Norman o Chanceler declarou: “If the English is not to be the standard which everyone knows and trusts, the business not only of the British Empire but also of Europe as well might have to be transacted in dollars instead of pounds sterling. I think that would be a great misfortune.”<sup>111</sup>

O retorno ao padrão-ouro foi considerado por muitos um grave erro, pois a indústria inglesa nunca mais se recuperou e o capital atraído pelas altas taxas de juros era de caráter especulativo. A libra havia se reerguido e estava novamente no topo do Sistema Monetário Internacional, no entanto, a sustentação deste pedestal era extremamente frágil e poderia ruir a qualquer momento, como ocorreu anos mais tarde.

A restauração do padrão-ouro do entreguerras data de 1925, quando a Inglaterra retornou à antiga paridade, reestabelecendo a conversibilidade da libra, e seu fim em 1931 – quando a Inglaterra se viu compelida a abandonar o padrão-ouro. A restauração do Sistema Monetário Internacional se deu através do capital financeiro privado, que adquiria uma lógica de acumulação cada vez mais especulativa, e que contribuiu para o fim deste mesmo sistema. Ahamed (2009: 240) aponta, como Keynes já havia alertado, que a consequência mais nefasta do retorno ao padrão-ouro para a Inglaterra seria ficar a mercê da política monetária norte-americana e dos capitais privados internacionais.

---

<sup>111</sup>Ahamed (2009: 236)

### 3.2.2. O CANTO DO CISNE – O ÚLTIMO FÔLEGO DO PADRÃO OURO-LIBRA

No padrão-ouro entre 1870 e 1931, o ouro era o meio de pagamento internacional em última instância. No entanto, as reservas internacionais dos Bancos Centrais eram compostas por ouro e ativos denominados em moedas de outros países, bem como outras divisas, em especial a libra – que posteriormente passou a dividir espaço com o dólar.

Parte dos problemas de um Banco Central manter parte de seu passivo nas mãos de outros governos surgiu das condições impostas pelo mercado. Há várias razões pelas quais os Bancos Centrais optavam por reter parte de suas reservas em ativos denominados em outras moedas ao invés de ouro. Essas razões incluíam segurança, requerimentos comerciais, conveniência, tradição, lealdade e a possibilidade de um ganho especulativo. Somada a esses motivos há também a expectativa de retorno financeiro. Sendo as demais condições semelhantes, os detentores de ativos externos investem onde as expectativas de ganhos forem maiores. Isso significa que se um país quisesse desencorajar os detentores de ativos a retirar seus fundos e convertê-los em moeda doméstica ou ouro, ele deveria manter taxas de juros competitivas em relação às demais. As decisões das autoridades monetárias a partir de 1920 são, em grande parte, explicadas por estas condições, assim como as dificuldades enfrentadas pela Inglaterra na manutenção do padrão-ouro a partir de 1925.<sup>112</sup>

No verão de 1927 os quatro banqueiros, Strong, Norman, Schacht e Rist (vice-presidente do Banco da França) se reuniram nos Estados Unidos. Os quatro países já haviam retornado ao padrão-ouro, no entanto, três fatores 1) a bolha no mercado de ações americano; 2) o endividamento excessivo da Alemanha nos mercados internacionais; 3) o padrão-ouro que não estava funcionando como deveria; preocupavam os dirigentes dos bancos centrais das principais potências.<sup>113</sup> Estes três fatores, como hoje é sabido, contribuíram para a desestabilização das relações monetárias e financeiras internacionais, e levaram ao colapso do padrão-ouro em 1931, quando a Inglaterra finalmente suspendeu a conversibilidade da libra. Contudo, em 1927 estes problemas eram apenas sinais de que a economia mundial não estava operando dentro dos trilhos, e havia a esperança de que a coordenação das políticas monetárias das principais potências pudesse solucionar os obstáculos que se colocavam na reconstrução econômica destes países.

---

<sup>112</sup>Kindleberger, 1973: 47-48

<sup>113</sup>Ahamed, 2013: 291; Kindleberger, 1973: 50; Eichengreen 2005: 48

Apesar do retorno da Inglaterra ao padrão-ouro o governo inglês ainda enfrentava dificuldades para fortalecer as suas reservas de ouro, uma vez que o retorno do franco ao padrão-ouro com uma paridade inferior à anterior a guerra garantiu maior competitividade aos produtos franceses, gerando um grande influxo de ouro para a França. Assim, o dinheiro fluía da Inglaterra para a França - uma vez que o franco havia sido fixado a US\$ 3,92, enquanto a libra a US\$ 4,86<sup>114</sup>. Enquanto o desequilíbrio no nível de preços dos dois países permanecesse, o ouro continuaria a fluir do Bank of England para o Banque de France, de forma que a libra deveria desvalorizar – o que geraria grande instabilidade no sistema monetário e financeiro internacional – ou o franco valorizar, não sendo essa uma opção viável para o governo francês.

Uma solução a partir da manipulação das taxas de redesconto era inviável: a França não estava disposta a reduzir a taxa de juros, por temer a volta da inflação, ao mesmo tempo que a Inglaterra temia que a elevação da sua taxa de redesconto agravasse a recessão na economia inglesa.<sup>115</sup> Este impasse entre a França e a Inglaterra era apenas um vislumbre da tensão que havia por trás da relação entre os dois países: desde o início de 1927, o Banque de France, comandado por Moreau, iniciara uma disputa com o Banco da Inglaterra pelo domínio financeiro no Leste Europeu.<sup>116</sup>

Strong, que acreditava que o retorno ao padrão-ouro e à normalização das relações monetárias entre os países seria a antessala da prosperidade, engajou-se para que o ouro fluísse dos Estados Unidos para os cofres ingleses, visando solucionar o problema da perda das reservas em ouro do Banco da Inglaterra e o impasse em relação à França. Após o encontro com os seus colegas europeus, Strong reduziu as taxas de juros de Nova York, e mais oito bancos do Federal Reserve System seguiram a redução, caindo de 4% para 3.5%. Strong esperava que a redução na taxa de juros dos Estados Unidos estimulasse a entrada de

---

<sup>114</sup>Kindlberger, 1973: 49

<sup>115</sup>Kindleberger, 1973: 49-50

<sup>116</sup> Durante a negociação dos empréstimos de estabilização da Polônia (1926) e da Romênia (1928), o Banque de France – fortalecido pelas suas reservas de ouro – se impôs e não deixou que a Inglaterra liderasse as operações, como havia ocorrido nos empréstimos anteriores, estendidos à Áustria e à Hungria. Moreau considerava os interesses de Norman imperialistas e não iria permitir que a Inglaterra estendesse o seu poder sobre a área de influência francesa.

Moreau escreveu em seu diário em fevereiro de 1928, durante as negociações referentes à Romênia: "We now possess powerful means of exerting pressure on the Bank of England. Would not be in order to have a serious discussion with Mr. Norman and attempt to divide Europe into two spheres of financial influence assigned respectively to France and England?" (AHAMED, 2013:301-2)

capitais na Inglaterra.<sup>117</sup> A redução dos juros também contribuiu para encorajar os investidores americanos a buscarem oportunidades de investimento no exterior.<sup>118</sup>

Apesar de ter havido uma queda no nível dos preços no mundo todo, uma taxa de juros de 4% já era considerada baixa para um país como os Estados Unidos, e a redução nos juros teria sido o gatilho que intensificou o movimento especulativo na bolsa de valores de Nova York. Na visão de Ahamed (2013: 299) a decisão do Fed impactou imediatamente o mercado de ações: ‘In august following the Fed cut in rates, the market took off. By the end of the year, the Dow had risen over 20 percent breaking 200. In January 1928, the Fed revealed that the volume of broker loans had risen to a record \$4.4 billion from \$3.3 billion the previous year.’

A relação entre a redução dos juros americanos e o boom no mercado de ações, que teve início em 1928, é alvo de controvérsias. Na visão de Kindleberger (1979: 54), a redução dos juros em 1927 não foi a única causa para o boom especulativo entre 1928 e 1929, mas também não se deve perder de vista os impactos da adoção de uma política monetária expansionista sobre as atividades financeiras do país.

Para Kindleberger (1973: 52-53), a decisão de Strong de reduzir os juros americanos não tinha como único objetivo auxiliar a Inglaterra a atrair capital e contornar a perda de ouro. Não havia um dilema no qual as considerações da política monetária sobre as condições domésticas divergiam das considerações acerca das condições internacionais. Em 1927 a redução dos preços das commodities internacionais também era alvo de preocupação dos americanos, que temiam uma recessão da economia em âmbito mundial. O autor aponta que além da redução dos juros o Federal Reserve System injetou US\$ 200 milhões em operações em mercado aberto.

A Inglaterra pôde respirar com o influxo de ouro gerado pela redução da taxa de juros americana, ainda que por um curto período de tempo, mas os problemas com a França se perpetuaram – a disputa tornou-se mais severa quando o Banco da França ameaçou liquidar \$100 milhões de libras. Os ingleses responderam que o Banco da Inglaterra possuía mais de

---

<sup>117</sup> Após o encontro com os banqueiros europeus Strong articulou este movimento em conjunto com o Conselho em Washington. Vale destacar que pela primeira vez a ordem para reduzir as taxas de juros americanas partiu da decisão do Conselho do Federal Reserve, e foi imposta aos bancos reservas.

<sup>118</sup>Eichengreen, 2015: 50

\$3 bilhões em dívidas de guerra da França, e pediram liquidação imediata.<sup>119</sup> O impasse se estendeu durante semanas e nenhuma das partes seguiu em frente com as ameaças.<sup>120</sup>

Em fevereiro de 1928, o Fed começou a se preocupar com uma valorização excessiva dos ativos em Wall Street, pois o descasamento cada vez maior entre o valor das ações e os lucros das empresas indicava a formação de uma bolha especulativa. Visando conter o sobreaquecimento no mercado de ações, o Fed de Nova York elevou a taxa de juros de 3.5% para 5%.<sup>121</sup> Entretanto, tal medida não foi suficiente para conter a atividade especulativa que continuou até culminar no Crash da Bolsa em 1929.

Strong faleceu em outubro de 1928, e a sua morte mudou radicalmente a postura do Fed, principalmente em relação ao engajamento americano na recuperação da economia europeia. O Federal Reserve passou a ser gerido de forma coletiva pelos presidentes dos *member banks*, que não possuíam experiência com a administração de um Banco Central, e não compreendiam os impactos da política monetária americana sobre o resto do mundo.<sup>122</sup> Strong tinha em mente que a recuperação da economia europeia e da prosperidade em âmbito mundial era a pré-condição para que a produção americana fosse absorvida.

Strong estava ciente do novo papel na economia mundial que os Estados Unidos assumiram ao final da guerra, e compreendia a dimensão do impacto da política monetária americana sobre o resto do mundo. Apesar de seu sucessor, George L. Harrison, ser seu pupilo e buscar envolver-se mais nas questões europeias, o poder de articulação de Harrison junto aos presidentes dos demais *member banks*, e com os banqueiros europeus, estava muito aquém de Strong. A ausência de Strong foi sentida principalmente por Montagu Norman, que havia perdido um aliado, e via o poder da França crescer juntamente com as suas reservas de ouro, ameaçando a posição da City e da libra.

---

<sup>119</sup>Ahamed, 2013:288

<sup>120</sup>Este episódio é importante para ilustrar o papel da França na desestabilização da libra e do padrão-ouro, pois ao mesmo tempo em que o ouro da Inglaterra fluía para os cofres franceses, o Banco da França iniciava uma disputa com os ingleses por zonas de influência na Europa, mas com um sistema financeiro pouco desenvolvido. A inexistência de um mercado secundário profundo incapacitava a criação de um Money Market que reciclasse o ouro que entrava na França. Ademais, as regras da emissão monetária na França tinham um forte caráter anti-inflacionário, de forma que a quantidade de francos era muito inferior às reservas de ouro francesas.

<sup>121</sup>Ahamed, 2013:300

<sup>122</sup> Hicks (1989: 100) aponta que esses homens não perceberam que as reservas disponíveis para o Fed eram mais do que suficientes, e que os Estados Unidos não precisavam mais se preocupar em fortalecer ainda mais as suas reservas. No entanto, esses banqueiros estavam preocupados com as reservas de seus bancos regionais, e perderam de vista que poderiam fortalecer o sistema como um todo a partir do centro.

A elevação da taxa de juros norte-americana não freou as atividades na bolsa de Nova York, mas gerou efeitos do outro lado do Atlântico. Os Estados Unidos voltaram a drenar o capital dos países europeus – com exceção da França – que elevaram suas taxas para conter a saída de capitais. No início de 1929 o Banco da Inglaterra elevou sua taxa de redesconto para 5.5%, mesmo com mais de 1.5 milhões de desempregados. A Alemanha elevou as taxas para 8%, e os demais países, como Itália, Áustria e Hungria seguiram pelo mesmo caminho.<sup>123</sup> A especulação continuou a crescer, e em agosto o Fed elevou novamente as taxas, de 5% para 6% - agravando a situação da Inglaterra.

A elevação dos juros americanos teve como efeito uma redução na exportação de capitais dos Estados Unidos, que caiu de US\$ 530 para US\$ 120 milhões no decorrer de 1928. A elevação dos juros no mundo todo alertou os investidores americanos para os perigos dos empréstimos internacionais insustentáveis – como era o caso dos empréstimos estendidos para o governo alemão. O momento que Schacht havia previsto finalmente chegara, e a indústria alemã, que havia se tornado completamente dependente de capital estrangeiro foi a mais prejudicada.<sup>124</sup>

A pressão de Nova York sobre as reservas em ouro da Europa<sup>125</sup> era persistente, e na primeira metade de 1929 os Estados Unidos importaram US\$ 210 milhões em ouro. A pressão era maior em Londres, pois com os juros americanos elevados, vários países como a Alemanha, Hungria, Dinamarca, Itália, buscavam empréstimos em libras, quando na realidade almejavam por empréstimos em dólares. Norman estava preocupado com uma possível corrida por ouro, pois apesar das reservas do Banco da Inglaterra terem alcançado o pico de US\$ 791 milhões no final de maio, quando foi elaborado o Plano Young, este valor declinou de forma brusca a partir de julho.<sup>126</sup>

No mês de agosto de 1929 o Fed de Nova York elevou novamente a taxa de juros, com o objetivo de conter as atividades na bolsa de valores. Este movimento foi seguido pela Escandinávia - Dinamarca, Suécia e Noruega - que também elevaram suas taxas de redesconto. Em meados de 1929, a Inglaterra já havia perdido US\$ 100 milhões em ouro, de um total de US\$ 800 milhões em reservas. Em agosto e setembro, em consequência da elevação das taxas norte-americanas, mais US\$ 45 milhões em ouro migraram,

---

<sup>123</sup>Ahamed, 2013:341

<sup>124</sup>Eichengreen, 2015: 59-60

<sup>125</sup> A França não sofreu como os demais países da Europa, apresentando no mesmo período um aumento de US\$ 182 milhões nas suas reservas de ouro.

<sup>126</sup>Kindleberger, 1973: 100

principalmente, para os cofres americanos.<sup>127</sup> Ao final de setembro as reservas do Banco da Inglaterra haviam caído para US\$ 640 milhões, um declínio de quase 20% em quatro meses. Norman alertou que caso esta situação permanecesse a Inglaterra seria forçada a abandonar o padrão-ouro.<sup>128</sup>

A política do Fed de elevar as taxas de juros para conter o boom no mercado de ações é alvo de diversas críticas na literatura. Eichengreen (2015: 33) aponta que o banco poderia ter direcionado a política monetária para a economia real – que apresentava sinais de contração – e conter os desequilíbrios financeiros por outros meios, como limitar diretamente os empréstimos que os bancos estendiam para os mercados financeiros. Friedman & Schwartz (1963: 407-19) seguem nesta mesma linha, alegando que as autoridades deveriam ter ignorado o mercado de ações, e se concentrado no nível da atividade econômica para a fixação dos juros – o que teria levado a uma política monetária expansionista entre 1927 e 1929.

Kindleberger (1973: 102) aponta que o sucessor de Strong, Harrison, após elevar os juros de 5% para 6% em 1929, enviou um telegrama para os principais bancos centrais europeus com a seguinte mensagem: “While our domestic situation calls for such a policy, we of course have in mind the need of the European economy also for lower interest rates in New York”. Este telegrama confirma o argumento de Friedman & Schwartz (1963: 407-19) de que o comportamento do Fed na década de 1930 foi em grande parte ocasionado pela morte de Strong, e a consequente mudança do centro de poder do Fed de Nova York para Washington. O sucessor de Strong não possuía a habilidade de liderar os demais *reserve banks*, e o comitê de operações de mercado aberto. Nesta interpretação, a Grande Depressão, que teve início em 1931, não decorreu apenas de uma contração severa na economia americana, mas principalmente porque o Fed não atuava mais como nos anos de Strong.

A adoção de uma política monetária expansiva por parte do Fed, em resposta ao Crash da Bolsa de Nova York, foi executada de maneira pouco eficaz e tardiamente. Em novembro de 1929, o presidente Hoover optou por reduzir as taxas de juros, que sofreram quatro reduções de 0.5%, nos meses de fevereiro, março, maio e junho - caindo de 6%, em agosto de 1929, para 2,5% em junho de 1930.<sup>129</sup> Apesar de terem sido injetados US\$ 500 milhões no sistema bancário americano, as operações de mercado aberto foram tímidas, dada a magnitude da demanda por liquidez nos Estados Unidos e no mundo. Na visão de

---

<sup>127</sup>Ahamed, 2013:344

<sup>128</sup>Kindleberger, 1973: 100-103

<sup>129</sup>Ahamed, 2013:365; Kindleberger, 1973: 128

Kindleberger (1973: 128) o Fed de Nova York e o conselho do Fed em Washington esperavam atingir seu objetivo através da redução das taxas de redesconto, quando deveriam ter agido por meio de operações de mercado aberto.

Neste sentido, acredita-se que Strong teria revertido a elevação dos juros em 1928, ao perceber que não teve impacto no mercado de ações, e teria adotado uma política monetária expansionista mais enfática em 1929. A habilidade política de Strong e sua influência sobre o comitê de operações em mercado aberto levam a crer que, diferente de Harrison, o banqueiro teria aumentado a oferta monetária através de operações no mercado de títulos. Ademais, sendo Strong um discípulo fiel de Bagehot<sup>130</sup>, compreendia o papel do Banco Central como emprestador de última instância, tendo em vista a estabilização da economia. Desta forma, a assistência aos bancos não teria tardado tanto, e a crise não teria adquirido contornos tão severos.

A injeção de liquidez e o barateamento do crédito nos Estados Unidos impactaram de forma positiva nas economias europeias – que não haviam sofrido uma queda tão brusca nos seus mercados de ações, e possuíam novamente acesso ao crédito internacional. Ademais, a redução da taxa de juros americana permitiu que o Banco da Inglaterra e o Reichsbank pudessem aliviar também as suas políticas monetárias, reduzindo os juros para 3,5% e 4,5%, respectivamente.<sup>131</sup> O Crash aliviou a pressão sobre as reservas de ouro da Europa, sobretudo da Inglaterra, pois além da redução dos juros americanos, os capitais europeus que haviam migrado para Wall Street retornaram para o velho continente.

Em suma, os anos entre 1927 e 1929 foram marcados pela crescente especulação da Bolsa de Valores de Nova York, que culminou no Crash de 1929. Apesar dos esforços de Norman e Strong, o padrão-ouro continuava funcionando de maneira disfuncional – os estoques de ouro da Inglaterra e da Alemanha diminuía, ao passo que as reservas dos Estados Unidos e da França cresciam. Ao final da década de 1920 o Sistema Monetário e Financeiro Internacional estava fragilizado, e a última peça do dominó a cair foi o sobre endividamento alemão, desencadeando uma série de crises bancárias que, em última instância, levaram ao final do padrão libra-ouro.

### 3.2.3. O FIM DO PADRÃO OURO-LIBRA

---

<sup>130</sup>Bagehot (1873) é conhecido como o “pai da política monetária”, e enfatiza o papel do Banco Central como emprestador de última instância nos episódios de crises financeiras.

<sup>131</sup>Ahamed, 2013:351

A crise no sistema bancário alemão foi uma consequência da crise que teve início na Áustria, em 1931, após a falência do Creditanstalt – o maior e mais antigo banco do país. Foi montado um plano de resgate do governo, em conjunto com o National Bank, e a Casa dos Rothschild, no valor de aproximadamente 153 milhões de schillings<sup>132</sup>. Contudo, quando o plano de resgate foi anunciado no final de maio de 1931 teve início uma corrida aos bancos, tanto por parte dos residentes, quanto dos estrangeiros.<sup>133</sup>

O governo austríaco recorreu a empréstimos internacionais para conter a crise em seu sistema financeiro, e que rapidamente se alastrava pela Europa. Em junho de 1931, o Banco da Inglaterra, liderado por Norman, emprestou \$7 milhões de schillings ao Banco Nacional Austríaco – com o prazo de uma semana. O empréstimo foi renovado a cada semana, durante os meses de junho e julho, até que em agosto – com o aumento da pressão sobre a libra, e com o empréstimo da Liga das Nações no valor de \$250 milhões de schillings para a Áustria – o Banco da Inglaterra suspendeu a renovação e ordenou o pagamento do empréstimo. Este episódio marcou o fim do Banco da Inglaterra como prestador de última instância.<sup>134</sup>

Não tardou para a crise chegar ao sistema bancário alemão. A pressão sobre os bancos alemães começou em maio, quando os depósitos bancários caíram de 15,44 bilhões para 15,07 bilhões de *reichsmarks*. No mês seguinte, em junho de 1931 a Alemanha começou a perder grandes quantidades de ouro, comprometendo as suas reservas. Nos primeiros seis dias de junho o Reichsbank perdeu 164 milhões de *reichsmarks* em ouro.

O contágio do sistema bancário alemão foi rápido, principalmente por motivos psicológicos, e a crise na Alemanha assumiu características mais severas devido às reparações e às obrigações externas que o país havia assumido após a estabilização. Os Estados Unidos estavam especialmente preocupados com a situação econômica da Alemanha, pois havia o temor de que, com a redução de suas reservas, o país suspendesse o pagamento das reparações e instituisse controles de capitais, ameaçando a solvência de vários bancos americanos que haviam estendido empréstimos aos alemães nos anos anteriores. Assim, em junho de 1931 foi

---

<sup>132</sup> A moeda da Áustria entre 1925 e 1938

<sup>133</sup> A fragilidade do sistema bancário austríaco havia se tornado aparente desde 1924, quando uma série de bancos pequenos foram absorvidos pelos bancos maiores. Assim como no caso alemão, o banco Bodencreditanstalt havia adquirido suas próprias ações para manter seu preço de mercado e a confiança de seus depositários. Após a aquisição do Bodencreditanstalt pelo Creditanstalt, o último aumentou seu capital em 80 milhões de schillings, mas também adquiriu uma dívida de 140 milhões de Schillings. (Kindleberger, 1973: 145-146)

<sup>134</sup> Kindleberger, 1973: 147

assinada a Moratória Hoover, que suspendeu parte da dívida dos aliados com os Estados Unidos, com a condição de que os pagamentos das reparações impostas à Alemanha também fossem suspensos.

A corrida contra o marco continuou, e a falência do Danatbank – o terceiro maior banco alemão - foi a gota d'água. Hans Luther, o sucessor de Schacht, buscou ajuda junto aos demais países, pois a situação era tão grave que o Reichsbank não possuía reservas suficientes para socorrer ao Danatbank. A quantidade de ouro nos cofres do banco central alemão havia chegado ao limite, não havia mais reservas para atender à demanda por ouro, e a conversibilidade do marco estava ameaçada. Luther pediu ajuda ao governo americano e a Montagu Norman, sem sucesso, chegando a recorrer ao BIS. No entanto, a economia alemã já havia se deteriorado de tal maneira que não havia solução aparente.

A crise logo se espalhou pela Alemanha, e se contagiou os demais países do leste, como a Hungria, Polônia, Iugoslávia e antiga Tchecoslováquia - que declararam feriado bancário para conter a corrida aos bancos. Apesar das altas taxas de desemprego na Alemanha, o governo elevou os juros para 15%<sup>135</sup>, sem sucesso. Assim, só restou ao governo suspender o pagamento das obrigações alemãs de curto-prazo, instituir que toda moeda estrangeira em posse da população fosse entregue ao Reichsbank, e finalmente, regular o envio de dinheiro para fora da Alemanha. Em julho de 1931 o padrão-ouro foi suspenso na Alemanha.

Londres sentiu os impactos da crise alemã de imediato, pois os bancos ingleses possuíam mais de \$500 milhões de ativos congelados na Alemanha e mais outros milhões em países da América Latina – que haviam abandonado a conversibilidade, e imposto restrições aos movimentos de capitais. A esta altura o Banco da Inglaterra não se encontrava em uma posição cômoda, pois as reservas de ouro em posse da Inglaterra já não eram mais tão robustas como na *belle époque*, e a maior parte deste ouro havia migrado para os cofres americanos e franceses. O início da grande depressão agravou este quadro, pois com a incerteza generalizada, fruto da instabilidade nos mercados mundiais, o dinheiro passou a sair da Inglaterra e da Alemanha rumo à França e aos Estados Unidos, em busca de investimentos mais seguros.

---

<sup>135</sup>Ahamed, 2013:419

A despeito das suspeitas de que o Banco da França teria sido o vilão, tendo liquidado seus ativos em libras, de acordo com Kindleberger (1979: 32) os países que de fato iniciaram e agravaram a situação da libra foram a Holanda, a Suécia e a Suíça – que após perderem liquidez, como resultado do bloqueio dos créditos estendidos à Alemanha, passaram a vender libras para aumentarem suas reservas em ouro. Apesar da tensão nas relações entre o Banco da França e o Banco da Inglaterra ao longo da década de 1920, a França não pode ser responsabilizada pela corrida contra a libra e a posterior suspensão do padrão-ouro na Inglaterra.

Nas duas últimas semanas de julho, em decorrência da crise alemã, o Banco da Inglaterra já havia perdido \$250 milhões em reservas de ouro, quase metade do total das suas reservas. Visando responder à corrida aos bancos ingleses Norman elevou a taxa de juros de 2.5% para 4.25%, e recorreu a empréstimos internacionais junto ao Federal Reserve de Nova York e ao Banque de France – obtendo o montante de \$250 milhões.<sup>136</sup> Apesar do empréstimo, a corrida contra os bancos da City persistiu, e a saída de ouro dos cofres ingleses aumentava cada vez mais a desconfiança dos investidores na capacidade do Banco da Inglaterra em sustentar a paridade da libra. Tratava-se de um ciclo vicioso: os investidores liquidavam seus ativos em libras, reduzindo assim as reservas em ouro do Banco da Inglaterra, levando à maior desconfiança em relação à sustentação da paridade da libra, que os levava a liquidar mais ativos e aumentar ainda mais a desconfiança. Era uma profecia autorrealizável.

A situação do Banco da Inglaterra piorava a cada dia e, durante as negociações do empréstimo com o Fed de Nova York e o Banque de France, a perda de ouro já havia contabilizado \$500 milhões. Foi necessário recorrer a um novo empréstimo – no entanto – agora o demandante não era mais o Banco da Inglaterra, e sim o governo inglês. A crise tornou-se tão severa que o próprio governo inglês se viu obrigado a recorrer a empréstimos internacionais para fechar as suas contas<sup>137</sup>. O estatuto do Federal Reserve proibia a concessão de empréstimos dos bancos membros para outros governos, e J.P. Morgan foi encarregado de realizar o empréstimo em consórcio com outros bancos americanos. Assim, ao final de agosto o governo inglês recebeu a quantia de US\$ 200 milhões do consórcio formado pelos bancos americanos. A contrapartida do empréstimo era uma política de redução do déficit público, realizada a partir do corte de gastos sociais e benefícios, além do aumento dos

---

<sup>136</sup>Ahamed, 2013:424

<sup>137</sup> O governo apresentava um déficit de \$120 milhões de libras. (Kindleberger, 1973:154)

impostos. A economia inglesa já vinha sofrendo com a recessão, e com altas taxas de desemprego – a imposição de medidas draconianas apenas pioraria este quadro, mas era a exigência para que o governo pudesse obter o empréstimo.

Desde que o início da crise o Banco da Inglaterra já havia perdido mais de \$1 bilhão de suas reservas em ouro, e em meados de setembro as perdas atingiram a quantia de \$80 milhões em um único dia. Os ingleses clamaram aos americanos por mais ajuda, mas não obtiveram sucesso. Na visão dos americanos não havia mais nada que pudessem fazer. Quanto mais dinheiro fosse injetado nos cofres ingleses, mais seria drenado, pois já não havia mais confiança na libra. Estava claro que a Inglaterra não poderia mais sustentar o padrão-ouro da maneira como havia sido reconstruído, na paridade do pré-guerra.

Keynes, em 1914, ao advogar pela permanência da Inglaterra nas regras do padrão-ouro argumentou que o domínio financeiro de Londres dependia do papel da libra enquanto moeda internacional, e que esta posição só seria sustentável enquanto houvesse confiança na capacidade da City em honrar seus compromissos – e que esta confiança era o determinante para diferenciar Londres das demais praças financeiras, como Paris ou Berlim. A condição para que Londres mantivesse sua posição como centro financeiro mundial era a libra permanecer como *as good as gold*.<sup>138</sup> O *Macmillan Report*, lançado no mês de julho de 1931, e revelava que os passivos de curto-prazo da City totalizavam aproximadamente \$2 bilhões, chocou os investidores e acelerou a corrida conta a libra, tornando a sustentação do padrão-ouro impossível para a Inglaterra.<sup>139</sup>

Os custos de sustentação da libra já haviam deteriorado a economia inglesa, pesando sobre os ombros dos milhões de desempregados. A adoção de uma política ortodoxa que agravaria esta situação, como contrapartida para a obtenção de um empréstimo com o objetivo de sustentar o valor da moeda inglesa, tornava explícito que o padrão-ouro não era mais uma possibilidade viável para os ingleses. A Inglaterra suspendeu os pagamentos em ouro no final de setembro de 1931. Vinte e cinco países seguiram a Inglaterra e abandonaram o compromisso com o ouro, principalmente os países do império inglês, a Escandinávia, e os países do leste europeu, assim como as nações que mantinham fortes relações comerciais com os ingleses, como foi o caso da Argentina, Egito e Portugal. Foi o fim do padrão ouro-libra.<sup>140</sup>

---

<sup>138</sup> Silber, 2007: 151

<sup>139</sup> Ahamed, 2013: 424

<sup>140</sup> Kindleberger, 1973: 159

As perdas decorrentes da desvalorização da libra foram imensas e governos que possuíam parte das suas reservas em libras, como o governo francês, perderam milhões com a desvalorização dos seus ativos. A libra perdeu o papel de moeda chave internacional, e a crise logo se alastrou para os Estados Unidos – desafiando o também o dólar. Havia o temor por parte dos financistas e dos bancos centrais que os Estados Unidos, assim como a Inglaterra, também abandonassem as regras do padrão-ouro. Ademais, a eleição de Franklin Roosevelt trouxe maiores incertezas, pois os rumores nos bastidores da política americana anunciavam que – se eleito – o presidente reavaliaria o compromisso com o ouro. De fato, após enfrentarem uma série de corridas bancárias desde 1931, os Estados Unidos se livraram das amarras do ouro em abril de 1933. A empreitada liderada por Strong e Norman para a restauração do padrão-ouro, desde 1914, havia chegado ao fim.

### 3.3.CONCLUSÃO

A mudança na geopolítica internacional decorrente da mudança de posição da economia americana em relação aos países da Europa, ascendendo como principal credor mundial se apresentou como o principal desafio para a Inglaterra, que havia se tornado devedora dos americanos. Ao final da Primeira Guerra Mundial os ingleses já estavam cientes das dificuldades que encontrariam no processo de reconstrução do Sistema Monetário Internacional, e durante as negociações das dívidas de guerra dos aliados com os Estados Unidos, e das reparações de guerra impostas à Alemanha, estas preocupações tornam-se mais evidentes.

Desta forma, durante as negociações sobre as dívidas de guerra dos aliados com os Estados Unidos as autoridades britânicas buscaram associar as dívidas de guerra com as reparações de guerra, que deveriam receber da Alemanha, buscando mitigar suas obrigações com o exterior – denominadas em moeda cuja oferta não possuíam controle – e que em última instância ameaçaria as reservas em ouro do Banco da Inglaterra.<sup>141</sup> A recusa dos americanos em associar as duas questões não parece ter relação com algum projeto de minar a centralidade da libra, apenas o risco econômico de tornar a Alemanha o devedor oficial dos Estados Unidos no lugar da França e da Inglaterra, que teriam maiores condições de honrar os seus compromissos.

No que tange ao Plano Dawes é importante destacar que a partir deste os capitais privados americanos passaram a financiar a reconstrução do Sistema Monetário Internacional, impulsionando o papel de Wall Street e do dólar como moeda internacional. Apesar de a comissão americana ter sido liderada pelos bancos americanos, esta estava a sob a chancela do Estado – o que nos permite inferir que, apesar de não haver um projeto para tornar o dólar a moeda chave do sistema, era do interesse das autoridades americanas expandir o mercado e os negócios dos bancos de Nova York a partir da concessão de empréstimos internacionais.

Assim, a atuação do Federal Reserve na década de 1920 reflete o pensamento e o trabalho de Strong na presidência do Fed de Nova York, cujos objetivos eram expandir o mercado dos bancos americanos; e retornar ao padrão ouro-libra, tendo em vista a estabilidade do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. Assim, o processo de internacionalização do dólar desde 1914, que ganhou fôlego a partir das negociações do pós-guerra, não possuía pretensões de tornar o dólar a moeda-chave do sistema.

---

<sup>141</sup>Metri, 2015:74

Em agosto 1924 o Fed de Nova York reduziu os juros, de 4,5% para 3%, para incentivar que o ouro fluísse dos cofres americanos para o Banco da Inglaterra, viabilizando o retorno ao padrão-ouro na paridade anterior à guerra. No entanto, é possível observar no Gráfico 1 que este movimento não teve impactos significativos no estoque de ouro dos Estados Unidos, já que nos anos seguintes os juros se elevaram progressivamente, até chegar à casa dos 4%.

A explicação para a elevação progressiva dos juros americanos a partir de 1924 – que é incompatível com a política de Strong de facilitar o retorno da Inglaterra de retornar ao padrão-ouro – reside na competição entre o *Money Market* de Nova York e de Londres. Desta forma, é possível inferir que a pressão para a elevação dos juros após 1924 advinha da comunidade financeira americana, considerando a disputa entre os dois centros financeiros.

Assim, visualizam-se dois movimentos opostos na década de 1920: enquanto Strong estava comprometido com a recuperação da economia inglesa e direcionava a política monetária dos Estados Unidos de forma cooperativa, tendo em vista a volta ao padrão-ouro internacional; concomitantemente havia uma competição entre o dólar e a libra no âmbito financeiro internacional, pressionando a política monetária americana no sentido oposto. Esta dualidade se estendeu até 1927, quando Strong reduziu novamente os juros, de 4% para 3,5% - comprometido com a melhora e recuperação das economias europeias. O impacto da segunda redução dos juros sobre o estoque de ouro foi muito mais eficaz do que o primeiro, como é possível observar no gráfico, mas ainda assim não foi suficiente para que o retorno da libra à antiga paridade de \$4,86 fosse sustentável.

Com base nestes dados é possível inferir que, até 1924, os Estados Unidos adotaram uma política monetária contracionista de juros elevados, drenando o ouro dos cofres da Europa, e principalmente da Inglaterra. Apesar de Strong se mostrar comprometido com o retorno ao padrão-ouro internacional, o qual dependia do retorno da libra à paridade anterior à guerra, esta política não é muito clara até 1927 – quando ocorreu a segunda rodada de redução dos juros, permitindo que o padrão ouro-libra se sustentasse por mais alguns anos.

Sendo assim, a atuação do Fed em conjunto com o Banco da Inglaterra, para o retorno à antiga paridade e restauração do padrão ouro-libra durante a década de 1920, corrobora a hipótese deste trabalho de que não havia uma disputa pela liderança do Sistema Monetário Internacional. Strong tinha muito claro que a estabilidade do SMI era condicionada

pelo retorno ao padrão ouro-libra, e que somente em um cenário estável seria possível os bancos americanos ganharem proeminência nos negócios internacionais.

Strong foi duramente criticado, culpado por incitar o movimento especulativo na bolsa de valores decorrente de uma política de redução de juros. Os principais críticos de Strong eram aqueles que acreditavam que a única função do Banco Central era controlar a oferta de crédito e dar credibilidade aos negócios americanos. Strong, por outro lado, sendo um discípulo de Bagehot e de Montagu Norman, acreditava que o principal objetivo do Banco Central era proteger as reservas do país e atuar como emprestador de última instância, garantindo o compromisso com o padrão-ouro. Assim, sua morte em 1928 foi um ponto de inflexão na política monetária americana, pois a desestabilização do Sistema Monetário Internacional a partir de 1930 tem suas raízes na resposta dos americanos ao boom no mercado de ações e ao subsequente Crash da Bolsa em 1929.

É interessante também observar as elevações dos juros em 1928, intensificadas a partir de 1929 (chegando a 6%), na tentativa de conter o boom do mercado de ações (Gráfico 1). Estas elevações progressivas da taxa de juros americana resultaram no aumento das reservas de ouro dos Estados Unidos até meados de 1931, ainda que após o Crash de 1929 tenha havido a redução dos juros e a adoção de uma política monetária expansionista.

A elevação dos juros americanos para conter a atividade especulativa em 1929, ao mesmo tempo em que teve impactos contracionistas sobre o nível de atividade econômica dos Estados Unidos e do mundo, impactou também na redução do crédito internacional estendido pelos Estados Unidos – principalmente sobre os países cuja reconstrução dependia dos capitais americanos, como era o caso da Alemanha. A política expansionista adotada pelos Estados Unidos após março de 1929 não foi suficiente, pois dada a magnitude da crise a redução dos juros deveria ter sido acompanhada por operações de mercado aberto – o que não foi feito. Na realidade, faltou a Harrison a habilidade política de seu antecessor para comandar o comitê responsável pelas operações de mercado aberto, além do tato para perceber os impactos que a elevação dos juros no início de 1929 teria sobre a Europa. Ademais, faltou aos Estados Unidos atuarem como emprestador de última instância para conter a crise de liquidez que assolou a Europa, levando à falência generalizada dos bancos, e que em última instância comprometeu o sistema financeiro inglês – culminando no final do padrão ouro-libra em 1931.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se propôs a responder se a internacionalização do dólar a partir de 1913 era parte de um projeto político americano para tornar o dólar a moeda-chave internacional, e se o final do padrão libra-ouro foi consequência da rivalidade do dólar na disputa pela liderança do SMFI. Para responder a esta questão foi necessário investigar o processo de internacionalização do dólar e as causas que levaram ao final do padrão ouro-libra.

A história do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, entre 1913 e 1931, traz evidências de que não havia um projeto político por parte dos americanos para tornar o dólar a moeda internacional dominante. O protagonismo do Federal Reserve, durante a década de 1920, aponta na direção de uma disputa por mercados no âmbito financeiro internacional, sem que houvesse a pretensão do Estado americano de operar o SMFI como emissor da moeda-chave. Pelo contrário, o apoio americano para que a libra retornasse à antiga paridade é uma demonstração de que os americanos viam os ingleses como os operadores do sistema. Desta forma, a principal evidência de que não havia uma disputa entre o dólar e a libra pela liderança do Sistema Monetário Internacional reside nos esforços do Federal Reserve de Nova York, sob o comando de Strong, em conjunto com o Banco da Inglaterra, para viabilizar o retorno ao padrão ouro-libra.

É interessante observar que levou um certo tempo para que os americanos compreendessem a nova posição que ocupavam no cenário internacional, e a magnitude dos impactos de sua política monetária sobre o resto do mundo após a Primeira Guerra Mundial. A política de altos juros praticada até 1924, que levou ao aumento abrupto das reservas em ouro dos Estados Unidos, não parece ter sido prevista pelos americanos, ou mesmo por Strong. Os americanos estavam familiarizados com um histórico de crises financeiras que ameaçavam a conversibilidade do dólar – que até 1914 era uma moeda periférica. Destarte, a preocupação inicial do Fed consistia na manutenção das reservas em ouro, sem considerar os impactos dos juros americanos sobre as economias europeias.

Strong parece ter compreendido o novo papel dos Estados Unidos na economia mundial antes dos demais dirigentes do Fed, e até 1928 operou o Federal Reserve tendo em vista a estabilidade da economia mundial. A política monetária dos Estados Unidos a partir de 1924, sob o comando do Fed de Nova York, teve como principal objetivo o retorno da Inglaterra ao padrão-ouro. Strong compreendia que a recuperação da Europa dependia de um

afrouxamento na política monetária americana, para incentivar que o ouro nos cofres americanos fluísse para Londres, e ele o fez, em 1924 e 1927. Após a morte de Strong os Estados Unidos perderam de vista o seu posto de principal credor mundial e comportaram-se como uma economia periférica, abandonando o compromisso com o resto do mundo, e seu enfoque na economia doméstica levou o mundo à depressão.

É necessário levar em conta duas questões sobre a entrada dos Estados Unidos no SMFI e a crise do padrão ouro-libra: 1) o padrão-ouro não era um padrão estável (como pressupõem as teorias clássicas), e sim um padrão que operava sobre bases muito frágeis; este sistema funcionava como um condomínio, na medida em que os ingleses precisavam da cooperação de outros países para sustentar a sua moeda; 2) o padrão ouro-libra só era sustentável enquanto a City de Londres não possuísse rival, uma praça financeira que pudesse competir à altura com os bancos ingleses. Os Estados Unidos já eram a principal fonte de instabilidade para o sistema financeiro inglês antes de 1914, e a entrada dos Estados Unidos no sistema tornou o padrão-ouro libra insustentável – pois passaram a rivalizar com a City, e drenaram rapidamente o ouro dos cofres ingleses.

A economia inglesa vinha perdendo competitividade desde 1870, apresentando déficit comercial recorrente desde 1890, e ao final do século XIX outros centros financeiros despontaram como competidores da City de Londres. Após a Primeira Guerra Mundial, a Inglaterra passou a apresentar déficits crônicos na conta corrente do balanço de pagamentos, aumentando seu passivo externo e suas obrigações em ouro. Durante a década de 1920 o ouro passou a movimentar-se, migrando dos cofres ingleses para os cofres americanos, minando a conversibilidade da libra. Apesar dos esforços para tentar manter o padrão-ouro funcional, sua morte já era anunciada em decorrência da mudança geopolítica em curso, que se acelerou após a Primeira Guerra Mundial.

A desestruturação do Sistema Monetário Internacional, e a instabilidade econômica no período entreguerras, foram consequências inevitáveis da tentativa de restaurar o status quo anterior à guerra, em um contexto geopolítico diferente. A entrada dos Estados Unidos e do dólar no SMFI era, por si só, desestabilizadora, e abalou as frágeis estruturas do padrão ouro-libra, mesmo na ausência de uma disputa entre os Estados Unidos e a Inglaterra pela liderança do sistema.<sup>142</sup>

---

<sup>142</sup>Kindleberger, 1973: 32

Vale destacar que este trabalho se diferencia dos demais trabalhos que analisam o SMI na década de 1920a partir de uma perspectiva geopolítica, e que consideram o Estado [enquanto ator unitário] a principal unidade de análise. A análise aqui realizada buscou abrir o escopo de atores com capacidade de influenciar as relações monetárias internacionais, principalmente apontar a existência da multiplicidade de interesses dentro do próprio Estado, e incorporar os interesses dos atores econômicos, como os bancos e os rentistas. A análise histórica aqui apresentada não foi utilizada como um instrumento de uma teoria pensada *a priori* – e sim uma tentativa de compreender de que forma ocorreu a internacionalização do dólar e a transição monetária no período entreguerras.

Ao inserir este trabalho no campo da Economia Política Internacional, que vem sendo desenvolvido no Brasil, as conclusões aqui apresentadas diferem do trabalho de Metri (2015) – que pressupõe a existência de uma disputa entre os Estados Unidos e a Inglaterra pela liderança do Sistema Monetário Internacional já na década de 1920, no âmbito diplomático. De fato, a Inglaterra buscou proteger o espaço da libra por meio da diplomacia e acordos políticos, como demonstram os esforços na Conferência de Gênova de e no Plano Dawes para que os Bancos Centrais europeus e o Reichsbank, respectivamente, detivessem suas reservas denominadas em libras. A divergência fundamental entre as duas visões consiste na ideia de que, segundo Metri (2015), já havia na política americana a intenção de enfraquecer a libra, como estratégia para que o dólar ascendesse ao posto de moeda-chave internacional.

Em oposição à ideia de que já havia um projeto político para tornar o dólar a moeda-chave na década de 1920, este trabalho compreende que a criação do Federal Reserve System, em 1913, consistiu em um movimento defensivo por parte do Estado americano em resposta à guerra, e não uma manobra para disputar com a libra o papel de moeda internacional. Por outro lado, a ofensiva do dólar no cenário internacional foi liderada pelos bancos na busca por mercados, como demonstra a disputa entre o dólar e a libra no mercado de *acceptances*. Inclusive, como já dito acima, aparentemente as autoridades políticas americanas não perceberam de imediato a mudança geopolítica após a Primeira Guerra Mundial e a importância dos Estados Unidos no Sistema Internacional – tanto no âmbito político, evidenciado pela ala isolacionista do Congresso americano, como no econômico, evidenciado pela política monetária adotada após 1929.

As análises que incorporam o viés geopolítico de tradição realista, com ênfase na centralidade do Estado, parecem explicar melhor momentos de ruptura com a ordem anterior a partir da construção de um novo Sistema Monetário e Financeiro Internacional, como após a Segunda Guerra Mundial, quando o dólar tornou-se de fato a moeda-chave do sistema. Durante as negociações de Bretton Woods a disputa política entre a Inglaterra e os Estados Unidos foi explícita, e os americanos possuíam um projeto político para a construção de uma ordem monetária e financeira internacional centrada no dólar, diferentemente do período entreguerras.

Este trabalho também buscou contribuir com o debate sobre as mudanças no Sistema Monetário Internacional, elucidando a conexão entre a perspectiva econômica heterodoxa sobre os mecanismos de ajuste do padrão-ouro, e a abordagem geopolítica da Economia Política Internacional. Assim, a análise aqui realizada difere dos trabalhos sobre o Sistema Monetário Internacional (tanto no campo da economia, quanto na EPI), que utilizam as contribuições dos trabalhos de história econômica – de autores como Eichengreen e Kindleberger –, sem ponderar o arcabouço teórico monetarista dos autores, e em que medida este recai sobre suas análises históricas.

Apesar de este trabalho concordar com a perspectiva de Kindleberger (1973), de que houve um vácuo de poder no período aqui analisado, é importante salientar que a visão sobre o Sistema Monetário Internacional do autor difere da aqui apresentada. Para Kindleberger a crise do entreguerras é explicada pela ausência de uma potência hegemônica estabilizante, uma vez que a Inglaterra já não era capaz de operar o SMI, e os Estados Unidos não demonstravam o interesse em cumprir este papel. A crítica deste trabalho, direcionada ao autor, reside na ideia de que os Estados Unidos não poderiam simplesmente atuar como a Inglaterra no SMI – uma vez que o padrão ouro-libra havia sido construído nos moldes da economia inglesa, e sua sustentação dependia de uma condição particular do balanço de pagamentos inglês. Neste sentido, o SMI na leitura de Kindleberger possui uma dimensão quase apolítica, descolada dos Estados, não considerando as relações monetárias enquanto uma expressão das relações geopolíticas.

Finalmente, vale destacar que este trabalho surgiu como um esforço de compreender o processo de transição monetária, e parte de sua originalidade reside no período histórico escolhido, e na tentativa de apreender o processo de internacionalização do dólar. A maioria dos trabalhos sobre o papel dólar no Sistema Monetário Internacional datam as análises a

partir de Bretton Woods. Assim, a análise aqui apresentada adiciona elementos para a compreensão da determinação da moeda internacional, e abre possibilidades de pensar a internacionalização de moedas e a estrutura do Sistema Monetário Internacional.

Sem dúvidas a ascensão do dólar entre 1913 e 1931, ainda que tenha ocorrido principalmente através dos mercados, foi essencial para ganhar espaço no SMFI e levar o Estado americano a um projeto político ofensivo de dominação do sistema. Desta forma, este trabalho visa contribuir para o debate sobre a ascensão de novas moedas que disputam espaço com o dólar nos mercados internacionais, e os possíveis desdobramentos para o sistema. Ainda que atualmente não seja possível visualizar uma mudança no Sistema Monetário Internacional, a entrada e ascensão destas moedas através dos mercados, dentro da ordem estabelecida pelos Estados Unidos – como foi o caso do dólar no período aqui estudado – abre espaço para pensar possíveis mudanças na estrutura monetária internacional, a depender dos rumos que a geopolítica mundial irá tomar nos próximos anos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHAMED, Liaquat. **Lords of Finance: The bankers who broke the world.** New York: Penguin books. 2009

BAGEHOT, Walter. **Lombard Street: a description of the money market.** 3a ed. Henry S. King &Co, London.

BARREIROS, Daniel. O Padrão Ouro e o Poder Britânico (1870-1914): leituras e interpretações. Disponível em: <http://www.poderglobal.net/wp-content/uploads/2014/05/O-Padrão-Ouro-e-o-Poder-Britânico1.pdf>. 2014

BORDO, The Gold Standard: The Traditional Approach. In: **A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931.**BORDO, M & Schwartz, A (org). 1984

BROZ, J. Lawrence. **Origins of the Federal Reserve System: International Incentives and the Domestic Free-Rider Problem.** International Organization, Vol. 53, No. 1 (Winter, 1999), pp. 39-70.

CONTI, Bruno. Et al. O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado. In: As Transformações no Sistema Monetário Internacional, Brasília: IPEA. 2003

DE CECCO, Marcello. **Money and Empire.** The International Gold-Standard, 1890-1914. Basil Blackwell: Oxford. 1974

EICHENGREEN, Barry. **A globalização do capital: Uma história do Sistema Monetário Mundial.** São Paulo: Ed. 34, 2000.

\_\_\_\_\_. **Golden Fetters.** Oxford University Press, 1992.

\_\_\_\_\_. **Hall of Mirrors.** Oxford University Press, 2015.

EICHENGREEN, B. &FLANDREAU, M.The Federal Reserve, the bank of England and the .rise of the dollar as an international currency, 1914-1939. BIS Working papers, n. 328. Nov, 2010.

\_\_\_\_\_. The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency?. NBER Working Paper No. 14154, Jul., 2008.

BREZIS, Elise. Foreign capital flows in the century of Britain's industrial revolution: new estimates, controlled conjectures. Economic History Review, XLVIII, PP- 46-67, 1995.

Federal Reserve Bulletin, Abr. 1917. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/>

\_\_\_\_\_. Dez, 1917. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/>

FRIEDMAN, Milton & SCHWARTZ, Anna. **A monetary History of the United States, 1867-1960.**Princeton University Press, 1963.

FIORI, José. L. (2004). Formação, expansão e limites do poder global. In: FIORI, José.L. (Orgs). **O poder americano.** Petrópolis: Vozes.

GERMER, Claus. A gestação dos elementos do ‘padrão ouro-câmbio’ antes de I Guerra Mundial e sua institucionalização no pós-guerra. Anais do III Congresso Brasileiro de História Econômica. 1999

GONTIJO, Cláudio. Os mecanismos de funcionamento do “padrão-ouro”: uma visão crítica. Economia e Sociedade, Campinas, v. 23, n. 1 (50), p. 243-280, abr. 2014.

HELLEINER, Eric & KIRSCHNER, Jonathan. *The Future of the Dollar*, Ithaca and London: Cornell University Press, 2008.

JACOBS, Lawrence M. *Bank Acceptances*. National Monetary Commission, Washington: Government Printing Office, 1910.

KNAPP, G. F. (1904) **The state theory of money**. London: Macmillan & Company Limited, St. Martin’s Street, 1924.

MCKINNON, Ronald I. The rules of the game: International Money in Historical Perspective. *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, No. 1 (Mar., 1993), 1-44.

MEDEIROS, C., SERRANO, F. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, J. *Estados e moedas*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.

MELTZER, Allan. **A History of the Federal Reserve**, vol.1, Chicago and London: The University of Chicago Press, 2003

MENGER, Carl. *The Origins of Money*. 1982

METRI, Maurício. Acumulação de poder, sistemas e territórios monetários: uma análise teórica sobre a natureza da moeda e sua relação com a autoridade central. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 397-422, nov. 2012

\_\_\_\_\_. A ascensão do dólar e a resistência da libra: uma disputa político diplomática. *Revista Tempo do Mundo*, n.1, vol.1, jan., 2015.

\_\_\_\_\_. (2014a) *O Dólar e a Diplomacia Norte-americana*. Trabalho apresentado no VII Congresso da Associação Portuguesa de Ciência Política, Coimbra, Abril, 2014.

\_\_\_\_\_. (2014b) **Poder, Riqueza e moeda na Europa Medieval**: a preeminência naval, mercantil e monetária da sereníssima República de Veneza nos séculos XIII e XV, 1 ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014.

PARRINI, Carl. *Heir to empire: U.S. financial diplomacy, 1916-1923*, Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1969.

RHODES, Benjamin. Reassessing “Uncle Shylock”: The United States and the French war Debt, 1917-1929. *The Journal of American History*, Vol. 55, No. 4 (Mar., 1969), pp. 787-803.

ROCKOFF, Hugh. *Until it’s over, over there: the U.S economy in World War I*. In: *The economics of World War I*. Edited by. BROADBERRY, Stephen; HARRISON, Mark. Cambridge University Press, 2005.

ROSENBERG, Emily. **Financial Missionaries to the World**: The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900-1930. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1999.

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002

SILBER, William L. **When Washington shut down Wall Street: The great financial crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy.** Princeton: Princeton University Press. 2007

SCHUCKER, Stephen. The Gold-Exchange Standard: A Reinterpretation. In Flandreau et al., **International Financial History in the 20th Century.** Cambridge University Press, 2003.

STRANGE, Susan. **Sterling and British Policy: A Political Study of an International Currency in Decline.** Royal Institute of International Affairs Series. London: Oxford University Press, 1971.

WILKINS, Mira. **The history of foreign investment in the United States, 1914–1945.** Cambridge, Massachusetts; London, England: Harvard University Press. 2004

WOOD, John W. **A history of Central Banking in Great Britain and United States.** Cambridge University Press: New York, 2003.