

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
PUC/RJ  
Janeiro de 1988

TEXTO PARA DISCUSSÃO  
Nº 184

Assimetrias Sistêmicas sob o  
Padrão Ouro\*

Gustavo H.B.Franco

\* Este trabalho constitui parte da pesquisa "O Brasil e a Economia Internacional, 1870-1914" a qual conta com financiamento da parte do PNPE. O autor agradece à Ana Lucia V.de Abreu pela assistência de pesquisa.

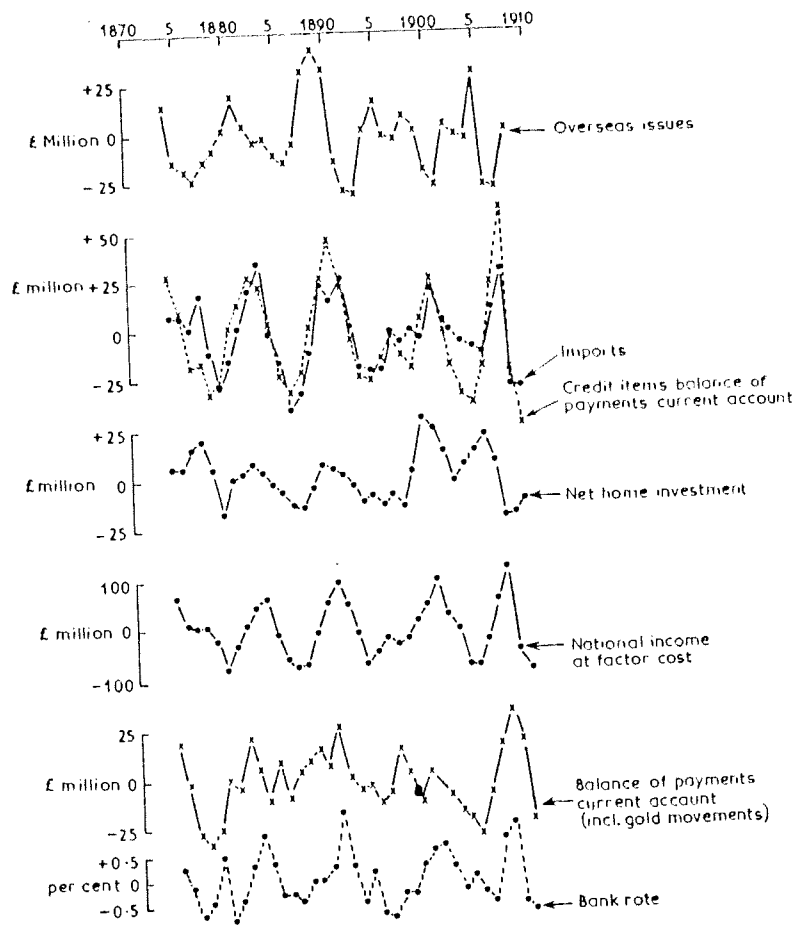
### **Resumo**

O ensaio procura explorar a existência de assimetrias nos mecanismos de ajustamento inerentes ao sistema monetário internacional antes de 1914. Nesse sentido examina os padrões de distribuição geográfica da liquidez internacional e seus determinantes, a existência de moedas internacionais de reserva e os padrões cíclicos da política de descontos do Banco da Inglaterra assim como de variáveis macroeconômicas, ou seja, exportações de capital e de mercadorias, termos de troca e investimento doméstico.

### **Abstract**

The paper explores the existence of asymmetries in adjustment mechanisms inherent to the international monetary system before 1914. It examines the geographical distribution of international reserves and its determinants, the existence of "key currencies", and the cyclical patterns of British policies, especially Bank rate policy, and macro variables, namely exports of goods and capital, terms of trade and domestic investment.

Gráfico 1  
 Grã-Bretanha: principais variáveis macroeconômicas  
 (desvios absolutos sobre médias móveis de 9 anos)



**Tabela 1**  
**Composição dos estoques de reservas internacionais**  
**(em milhões de dólares de 1913)**

país	Ouro	Prata	divisas				total	total	euro%
			libra	franco	marco	estrad.			
Grã-Bretanha <sup>a</sup>	164.9	n.d.	-	-	-	-	-	164.9	100
Franga <sup>a</sup>	678.9	123.5	n.d.	-	n.d.	3.2	3.2	805.6	84
Estados Unidos <sup>b</sup>	1298.4	523.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1813.7	71
Alemanha <sup>a</sup>	278.7	65.9	14.0	5.0	-	30.6	49.6	394.2	71
<b>SUB TOTAL</b>	<b>2412.9</b>	<b>712.7</b>	<b>14.0</b>	<b>5.0</b>	<b>-</b>	<b>33.8</b>	<b>52.8</b>	<b>3178.4</b>	<b>76</b>
Austria-Hungria <sup>b</sup>	251.6	55.3	3.9	-	8.3	4.9	17.1	324.0	78
Bélgica <sup>a</sup>	48.1	10.8	n.d.	n.d.	n.d.	77.7	77.7	136.6	35
Bulgaria <sup>a</sup>	10.6	4.5	n.d.	n.d.	n.d.	2.7	2.7	17.8	60
Dinamarca <sup>b</sup>	40.5	7.5	n.d.	n.d.	n.d.	46.7	6.2	54.2	75
Espanha <sup>a</sup>	92.4	138.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	231.2	40
Finlândia <sup>a</sup>	7.0	0.4	3.3	1.1	5.4	11.1	20.9	28.3	25
Grécia <sup>a</sup>	4.8	0.3	10.9	19.0	0.1	13.9	43.9	49.0	10
Itália <sup>d</sup>	333.9	39.9	5.7	7.5	18.6	19.0	50.8	424.6	79
Holanda <sup>b</sup>	61.1	4.0	n.d.	n.d.	n.d.	6.2	6.2	71.3	86
Noruega <sup>b</sup>	11.9	0.6	3.1	1.2	3.1	3.4	10.8	23.3	51
Portugal <sup>a</sup>	8.1	9.6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	17.7	46
Romênia <sup>a</sup>	29.2	0.3	2.0	3.3	10.5	0.1	15.9	45.4	64
Rússia <sup>b</sup>	786.2	31.2	23.7	221.8	53.0	7.1	305.6	1123.0	70
Sérvia <sup>a</sup>	11.2	0.7	n.d.	n.d.	n.d.	0.8	0.8	12.7	88
Suécia <sup>b</sup>	37.4	1.3	6.2	0.9	15.4	20.9	43.4	72.1	38
Suiça <sup>a</sup>	32.9	4.2	3.6	2.3	1.1	1.6	8.6	45.7	72
<b>SUB TOTAL</b>	<b>1756.9</b>	<b>309.4</b>	<b>62.4</b>	<b>257.1</b>	<b>115.5</b>	<b>216.1</b>	<b>616.6</b>	<b>2676.9</b>	<b>26</b>
Argentina <sup>e</sup>	225.2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	35.9	5.0	261.1	86
Brasil <sup>f</sup>	89.6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	89.6	100
Chile <sup>g</sup>	n.d.	n.d.	11.8	-	34.8	-	46.6	46.6	0
Uruguai <sup>a</sup>	10.8	1.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12.5	86
Canadá <sup>b</sup>	115.4	0.2	22.5	-	-	141.6 <sup>k</sup>	164.1	279.7	41
Austrália <sup>h</sup>	22.0	n.d.	9.0	-	-	-	9.0	31.0	71
Ceilão <sup>h</sup>	1.0	3.8	3.1	-	-	-	3.1	7.9	13
Egito <sup>b</sup>	11.8	4.4	n.d.	n.d.	n.d.	8.0	8.0	24.2	49
Índia <sup>b</sup>	83.0	88.4	136.3	-	-	-	136.3	307.7	27
Japão <sup>i</sup>	65.4	0.2	188.5	13.0	2.0	32.4	235.9	301.5	22
Filipinas <sup>h</sup>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	11.4	11.4	11.4	0
<b>SUBTOTAL</b>	<b>624.2</b>	<b>98.7</b>	<b>371.2</b>	<b>13.0</b>	<b>36.8</b>	<b>229.3</b>	<b>619.4</b>	<b>1342.3</b>	<b>46</b>
<b>TOTAL GERAL</b>	<b>4794.0</b>	<b>1120.8</b>	<b>446.6</b>	<b>275.1</b>	<b>152.3</b>	<b>479.2</b>	<b>1288.8</b>	<b>6200.6</b>	<b>77</b>

(a) banco nacional ou central. (b) banco nacional ou central e Tesouro ou Ministério das Finanças. (c) Governo e Caisse Générale d'Epargne et de Retraite. (d) Tesouro e três bancos de emissão privados. (e) Banco Nacional e Fundo de Conversão. (f) Caixa de Amortização. (g) Fundo de Conversão e Emissão. (h) Tesouro ou Ministério das Finanças. (i) Banco do Japão, Governo e Banco de Yokohama. (j) inclui também divisas não identificadas. (k) a maior parte em dólares.  
 FONTE: P. Lindert (1969, tabelas 1 e 2).

O período 1870-1914 é tipicamente caracterizado na historiografia por tendências liberalizantes, por uma notável estabilidade macroeconômica e por grande prosperidade. Mas mesmo em vista dos extraordinários movimentos de capital e população e de liberalização comercial, e do fato de que durante esses anos muitos países experimentaram taxas de câmbio fixas de forma quase ininterrupta, há certa tendência da historiografia no sentido de se qualificar a prática do liberalismo e a incidência da estabilidade. Tem sido argumentado, por exemplo, que o comércio livre, tal como praticado pela Grã-Bretanha envolvia o uso de barreiras não tarifárias e práticas discriminatórias principalmente em seus Domínios<sup>1</sup>. Também é sugerido que de fato se observa uma significativa instabilidade, principalmente na periferia mas também nas economias centrais<sup>2</sup>, se bem que o vulto dessas turbulências talvez seja de fato menor do que se poderia esperar para um mundo pré-keynesiano, sem bancos centrais maduros e com tantos compromissos, ainda que frequentemente retóricos, com o *laissez faire*.

Com respeito à estabilidade é geralmente aceito de forma apriorística que parece haver um contraste significativo entre os desempenhos de países centrais e periféricos<sup>3</sup>. Esses contraste têm sido observados por diversos autores que tendem a atribuí-los, por um lado, a características especiais dos países periféricos - e nessas linha a maior instabilidade nesses países seria basicamente uma *self inflicted wound* - e por outro, a partir de assimetrias embutidas nos mecanismos de ajustamento na economia internacional em escala global. Este ensaio procurará basicamente explorar este segundo caminho, e nessa linha o argumento interessante a explorar seria o de que uma contrapartida à estabilidade experimentada no centro seria a instabilidade na periferia, ou que o primeiro podia exportar instabilidade à segunda. Existe uma vastíssima literatura sobre o a dinâmica da economia internacional nesses anos, centrada especialmente no funcionamento do padrão ouro, e este ensaio, longe de procurar sistematizar e organizar essa imensa literatura apenas procura localizar, dentro das perspectivas mais comuns sobre a economia internacional, a existência de assimetrias sistêmicas que possam resultar relevantes para se compreender melhor a inserção da economia brasileira neste cenário. Este último tema, contudo, é retomado no próximo ensaio.

Existem algumas discussões prévias àquela sobre a existência de assimetrias centro-periferia. Estas podem existir, por exemplo, se a "gerência" da economia internacional se processa de modo a criá-las, mas é preciso indagar, em primeiro lugar, sobre a existência de tal "gerência", e em seguida sobre o seu escopo. Isso basicamente importa em discutir, por um lado, o papel do Banco da Inglaterra como "condutor de uma orquestra internacional"<sup>4</sup>, e por outro, a extensão de sua influência, o que se define a partir da internacionalização da economia britânica nos anos anteriores a 1914. Estes são os temas básicos da próxima seção. Em seguida é importante notar que a discussão em torno da influência do Banco da Inglaterra sobre o andamento da economia internacional se faz em dois níveis: no que a grosso modo podemos chamar de curto prazo, há toda uma problemática "financeira" envolvendo o volume, a composição e a distribuição geográfica da liquidez internacional. Discute-se aí basicamente a adequação das reservas internacionais, a dinâmica de movimentos de capital de curto prazo, e a transmissão de desequilíbrios financeiros mundo afora. Esses são os temas da seção III. Por outro lado, considerando-se um horizonte de análise mais extenso, discute-se aspectos macroeconômicos da articulação da Grã-Bretanha com a economia internacional e os mecanismos de ajustamento subjacentes ao balanço de pagamentos britânico. Nesse sentido será interessante considerar, como na seção IV a seguir, as relações entre o balanço de pagamentos da Grã-Bretanha e a determinação do volume de liquidez internacional, destacando aí as particularidades associadas ao papel da libra como principal moeda internacional de reserva. Por outro lado, tal como na seção V, é preciso discutir as articulações ao longo do ciclo econômico entre a economia britânica e o resto da economia internacional.

## II

No centro da discussão sobre a administração do sistema monetário internacional, ou da preservação da estabilidade sistêmica sob o regime do padrão ouro, estão as políticas macroeconômicas da Grã-Bretanha, e dentre estas a que tem recebido maior atenção dos historiadores é política de descontos do Banco da Inglaterra. Em grande medida as diferentes visões sobre estas políticas estão por detrás de divergências sobre o aparente

"automatismo" subjacente ao funcionamento do padrão ouro<sup>5</sup>. É claro que não se deve considerar aí manifestações explícitas da "missão" do Banco da Inglaterra, ou de qualquer segmento do governo britânico, no sentido de gerir o sistema monetário internacional, ou mesmo apenas o sistema bancário doméstico. Como bem observado por Schumpeter :

Uma das dificuldades que experimentamos para determinar o que o Banco pretendia fazer em qualquer momento dado, ou mesmo qual era realmente o seu sistema, é a discricção de seus arautos oficiais que, mesmo quando eram forçados a dizer algo, faziam o possível para limitar-se a trivialidades inócuas que dessem o mínimo ensejo possível a críticas hostis. Os homens de negócio práticos raramente são capazes de formular corretamente o seu próprio comportamento. Mas nesse caso havia razões especiais pra discricção. Controle é hoje uma palavra popular. Era o contrário de popular na época do capitalismo puro. Dizer-se abertamente que o Banco estava tentando controlar o sistema bancário, sem falar em gerir a situação geral dos negócios, teria provocado risos e indignação: o que se tinha a dizer era que o Banco estava modestamente cuidando de seus próprios negócios<sup>6</sup>.

Vários autores de fato observam que o Banco da Inglaterra não estava conscientemente administrando coisa alguma, senão seus próprios negócios, e que "quaisquer resultados sistemáticos do comportamento do Banco seriam **subprodutos involuntários de** suas ações<sup>7</sup>. Essas visões não chegam a confrontar a noção de que o Banco da Inglaterra era o maestro de uma orquestra internacional<sup>8</sup>. O discurso, afinal, importa bem menos que a prática efetiva, e as avaliações sobre esta, mesmo as mais "oficiais", como por exemplo a do famoso Cunliffe Report, reconheciam o papel fundamental da política de descontos do Banco da Inglaterra para a manutenção do padrão ouro na Grã-Bretanha<sup>9</sup>. Mais do que isso, é preciso notar que a idéia de recolocar o Banco da Inglaterra no papel de "maestro" de uma orquestra de bancos centrais era o foco central da estratégia britânica de reconstrução do padrão ouro após a primeira guerra: é claro que a hipótese básica por detrás dessa estratégia era a de que o Banco tinha sido o gestor do padrão ouro antes de 1914<sup>10</sup>. De qualquer forma, mais importante do que discutir se o Banco da Inglaterra assumia explicitamente o encargo de gerir a economia internacional, ou mesmo o mercado financeiro londrino, é ressaltar a funcionalidade, para fins da estabilidade do sistema monetário internacional, da atuação do Banco no sentido de conduzir seus negócios diários segundo os mais rasteiros desígnios estatutários.

A influência da taxa de juros britânica sobre o estado do balanço de pagamentos e das reservas internacionais da Grã-Bretanha se estabelece de

maneira progressiva ao longo da segunda metade do século XIX a partir do que se conhece como a "revolução financeira" no sistema bancário britânico. Dentre as principais características desta podemos relacionar: o movimento de fusões e incorporações dos **joint stock banks**; a disseminação de agências bancárias e como consequência o aprofundamento do sistema bancário no interior e o uso de **pools** (interagência) de reservas como base unificada para as políticas de empréstimos e descontos dos bancos; a extinção da letra comercial e o surgimento do **overdraft**, a publicação regular de balanços, o uso crescente de reservas voluntárias em volume significativo<sup>11</sup>. Em função desses fatores, e da presença crescente de bancos estrangeiros em Londres<sup>12</sup> e de bancos ingleses no exterior<sup>13</sup>, progressivamente a taxa de descontos do Banco da Inglaterra foi se tornando um instrumento cada vez mais "internacional", o que se observa de forma especialmente clara nos anos 70<sup>14</sup>.

Em grande medida a internacionalização do sistema financeiro britânico acompanha a internacionalização da própria economia britânica, ou o processo através do qual a Grã-Bretanha progressivamente assume uma posição central no comércio e nas finanças internacionais nos anos anteriores a 1914. Como elementos deste processo deve-se destacar o peso da Grã-Bretanha no comércio mundial<sup>15</sup> e sua importância como entreposto comercial, e provedora de serviços de navegação e seguros<sup>16</sup> e também como sede de mercados organizados de **commodities**. A posição da Grã-Bretanha no contexto internacional permitiu que libra esterlina se tornasse uma moeda internacional de reserva, e cumprisse este papel de forma ágil e eficiente prevenindo flutuações na liquidez internacional que de outra forma teriam ocorrido em função de descobertas de ouro (ou pela rigidez da oferta de ouro) ou por outros acidentes desse tipo<sup>17</sup>. Este atributo da libra esterlina contribuiu de forma significativa para que se formassem "triângulos", e em seguida redes multilaterais de compensação que teriam tido papel destacado na expansão do comércio internacional observada nesses anos<sup>18</sup>.

Também como corolário desses processos está o fato de Londres ter se tornado o mais importante centro financeiro internacional desses anos<sup>19</sup>. As adaptações institucionais necessárias para que o sistema financeiro britânico viesse a desempenhar essas funções se processaram de modo relativamente suave<sup>20</sup>, sendo que esta orientação internacional chegou a se tornar tão flagrante que alguns autores se perguntam se não havia um viés



internacional no mercado de capitais londrino<sup>21</sup>. E a partir daí se segue uma discussão sobre se esta internacionalização não terminaria gerando um excesso de investimento no exterior que teria sido prejudicial à própria economia britânica especialmente no final do período<sup>22</sup>.

### III

Muitos autores têm destacado a contribuição do sistema monetário internacional, ou seja do padrão ouro, para a estabilidade macroeconômica experimentada durante 1870-1914. Em grande medida essa contribuição está relacionada a mecanismos financeiros de curto prazo destinados a assegurar a criação de um volume adequado de liquidez internacional e promover uma distribuição das dívidas e dos ativos de curto prazo consistente com a segurança do sistema. Um passo essencial para uma discussão desses mecanismos é o exame da evidência apresentada na tabela 1.

Há vários pontos a observar acerca da tabela, talvez o mais surpreendente, e que de fato chamou a atenção de muitos autores<sup>23</sup>, seja a reduzida dimensão das reservas metálicas do Banco da Inglaterra. É muito significativo que alguns países possuíssem reservas metálicas em volume superior ao da Grã-Bretanha (Império Austro-Húngaro, França, Itália, Alemanha e EUA), e também que países "periféricos" (Japão e Índia) tivessem reservas em libras maiores que as reservas metálicas britânicas. Pode-se interpretar o fenômeno como uma eloquente expressão do quanto o sistema era de fato fundado na moeda fiduciária da economia mais importante do planeta, e que portanto se tratava de fato de um "padrão libra", e que não tinha como fundamento básico a conversibilidade<sup>24</sup>. É claro, no entanto, que esta não-conversibilidade ~~de facto~~ era motivo de preocupação: a discussão sobre a pequena dimensão das reservas metálicas britânicas foi recorrente na Grã-Bretanha durante todo esse período<sup>25</sup>. Além disso é importante observar que essa precariedade ou vulnerabilidade do sistema era mais aparente do que real em função dos diversos mecanismos de defesa desenvolvidos ao longo do tempo para prevenir dificuldades. No caso da Índia, por exemplo, é importante destacar que a sua reduzida autonomia na administração de suas reservas prevenia comportamentos que pusessem a perigo a estabilidade da libra<sup>26</sup>. O mesmo se observa, em alguma medida,

para as outras colônias inglesas e para o que se conhece como o "império informal"<sup>27</sup>. Há casos importantes de depósitos mantidos em Londres por motivos políticos ou diplomáticos, como por exemplo, os depósitos japoneses, russos (em alguma medida) e gregos<sup>28</sup>. Assim sendo, portanto, parte substancial dos saldos em libras fora da Grã-Bretanha eram "inertes", assim como parte não desprezível dos depósitos metálicos em Londres. Os mecanismos de defesa, devem incluir também o papel do Banco da Inglaterra no mercado de ouro e sua ligação privilegiada com os centros produtores<sup>29</sup>, e também o mecanismo da taxa de desconto, o que para muitos autores constituía o principal instrumento de defesa. De fato, em todas as crises do período 1870-1914, o recurso à taxa de desconto aparece como o *deus ex machina*, capaz de solucionar quaisquer dificuldades. O que não é tão frequentemente observado é o quanto este mecanismo era na verdade um ajuste na margem. Voltaremos a este tema adiante.

Controles diretos ou indiretos sobre as reservas internacionais ou sobre as transações externas eram praticados em maior ou menor grau por outros países. É bastante conhecido, por exemplo, o fato de que os bancos centrais frances e alemão utilizavam bem pouco suas respectivas taxas de desconto para defender suas reservas, pelo menos tomando como referência a atuação do Banco da Inglaterra<sup>30</sup>. Isso certamente se deve à preocupação de não afetar em demasiado o nível de atividade doméstico em função de dificuldades externas, o que levava às tão estigmatizadas "políticas de neutralização": estas constituíam, como se sabe, uma parte proeminente das práticas dos principais bancos centrais desta época<sup>31</sup>.

A presença de reservas internacionais em prata e a significativa presença de moedas, especialmente nos países periféricos<sup>32</sup>, eram contrapartidas dos padrões de relacionamento comercial e financeiro entre os países. Claramente existem "ligações privilegiadas" e "áreas de influência": "suseranias" segundo De Cecco<sup>33</sup>. Conforme observado por Kindleberger, movimentos de capital "percorrem canais forjados pela experiência e pela informação acumulada, e não se movem uniformemente sobre uma superfície ampla"<sup>34</sup>. Os países da antiga União Latina, por exemplo, mantinham reservas em prata na medida em que praticavam políticas comuns com relação à paridade ouro-prata, e assim estas reservas funcionavam como as moedas dos parceiros. Havia, decerto, uma "área da libra" incluindo países como Austrália, Nova Zelândia, Índia, Malásia, África

do Sul que mantinham vultosas reservas em libras, e não exerciam a opção de conversibilidade<sup>35</sup>. É claro que isto refletia a extensão das ligações comerciais e financeiras com a Grã-Bretanha. O caso do Japão é curioso, pois a vulto de suas reservas se devia ao pagamento de duas indenizações de guerra (da China em 1895 e da Rússia em 1904-1905), sendo que a segunda foi feita mediante a venda de Letras do Tesouro Francês em Londres por conta da insistência dos japoneses em serem pagos em libras ou ouro em Londres<sup>36</sup>. É claro, no entanto, como tem sido muito observado que o sistema monetário internacional não era apenas uma extensão da área da libra, pois diversos subsistemas existiam<sup>37</sup>. A relação entre a França e a Rússia, por exemplo, foi eloquentemente descrita como uma "simbiose"<sup>38</sup>. Muitos outros países, por outro lado, retinham mais marcos do que libras ou francos, como por exemplo, os países do Báltico e ainda o Império Austro-Húngaro e a Itália. O Canadá, por exemplo, mantinha mais dólares do que libras, como se pode ver na tabela 1.

É claro que a evidência da tabela 1 fornece apenas uma visão estática da idéia de que existem "áreas de influência" no sistema monetário internacional. Uma ilustração dinâmica é fornecida por Lindert, que mede diretamente a existência de assimetrias na resposta (em termos de taxa de câmbio) à diferenciais de taxa de desconto em outros centros financeiros<sup>39</sup>. A evidência assim produzida parece sugerir que cada centro financeiro-comercial atuava como centro de uma rede, ou que havia uma hierarquia através da qual Londres "emitia sinais" (elevava a taxa de desconto) que se transmitiam para os principais centros financeiros e daí para outros subcentros<sup>40</sup>. Tipicamente, uma pressão sobre Londres se manifestava na necessidade de se elevar as reservas metálicas do Banco da Inglaterra, ou em se cancelar débitos (circulação fiduciária) em libras. Uma elevação da taxa de descontos resulta em pressionar, em primeiro lugar os centros com ligações mais estreitas, e daí irradiar-se em "ondas" para as extremidades mais distantes do sistema<sup>41</sup>. Observa-se, em geral, um movimento "competitivo" da parte de outros bancos centrais no sentido de se defender dessa "drenagem" externa elevando também suas taxas de desconto, o que é consistente com o paralelismo na comportamento das taxas de juros observado ao longo desses anos<sup>42</sup>. O resultado dessa cadeia de respostas é o de transmitir um problema (crise) financeira em Londres mundo afora, e a crônica desses mecanismos de "transmissão" internacional de crises

financeiras tem gerado um bom número de trabalhos nos últimos anos<sup>43</sup>. Talvez a interpretação mais interessante para esta noção de "transmissão" é a de que, na verdade, o que se observa é uma transferência temporária de ativos líquidos (ouro, no caso) da "periferia" para o "centro", ou que os centros financeiros privilegiados apenas transferiam o ônus do ajuste a um aumento da preferência pela liquidez para as extremidades mais frágeis do sistema, ou que, em última instância, exporta-se as crises financeiras para a periferia. Existe pouca evidência sólida a este respeito<sup>44</sup>, o que se deve em alguma medida à dificuldade em se articular as origens internacionais de crises financeiras na "periferia" cujos relatos se encontram dispersos na historiografia. Alguns episódios de interesse, todavia, vem sendo explorados pela literatura sobre "transmissão internacional" de crises financeiras, e dentre estes convém destacar especialmente o relato de Kindleberger sobre o período 1888-1893<sup>45</sup>, que relaciona crises financeiras ocorridas na Grã-Bretanha, EUA, França, Alemanha, Argentina, Brasil, Chile, Austrália e África do Sul nesses anos. Pouco tem sido aduzido, por outro lado, contra a hipótese da "transferência do ônus" nessa versão financeira. Nota-se que o poder da taxa de desconto britânica em drenar fundos incide principalmente sobre países europeus<sup>46</sup>, o que de modo algum invalida o argumento pois estes podem muito bem estar, como a evidência parece de fato sugerir, repassando adiante as dificuldades. A hipótese tem encontrado certo ceticismo<sup>47</sup>, mas a única tentativa mais direta de contestação parte de uma discussão de Alec Ford sobre o pânico de 1907<sup>48</sup>. Ford baseia suas conclusões na evidência disposta na tabela 2.

Tabela 2  
Grã-Bretanha: Importação líquida de ouro  
(médias anuais em milhões de £)

anos	total	Europa	EUA	Egito Índia	América do Sul	produtores de ouro
1903-1905	+3.1	-12.6	-2.1	+0.3	-4.7	+20.3
1906-1907	+4.8	+1.3	-10.6	-6.8	-6.9	+33.1
1908-1910	+3.3	-16.6	+2.1	-6.6	-6.7	+36.0

Europa inclui França, Holanda, Alemanha e Império Austro-Húngaro. América do Sul inclui Brasil, Argentina e Uruguai. Os produtores de ouro são África do Sul, Rodésia, Austrália e Nova Zelândia. Os resíduos são pequenos e não estão incluídos. Adaptado de A. G. Ford (1964, p. 34).

Ford argumenta que o notável aumento das importações de ouro

provenientes da África do Sul, Rodésia, Austrália e Nova Zelândia em 1906-7, e a redução nas exportações líquidas para a Europa foram os fatores que acomodaram o grande aumento nas exportações líquidas para os EUA em 1906-7, e que dessa forma não teria havido uma "transferência de ônus". Os dados da tabela 2, contudo, não são incompatíveis com a hipótese da "transferência de ônus" pois em primeira instância o papel dos "produtores" de ouro (que elevam sua "produção" em 63% de 1903-5 para 1906-7) é consistente com a hipótese, e em segunda instância é muito provável que a acomodação proporcionada pela "Europa" em 1906-7 tenha sido obtida às custas da drenagem das reservas metálicas de países periféricos. O assunto somente poderá ser definitivamente resolvido se dispuséssemos de estatísticas completas para movimentos de ouro para muitos países. Como foi comprovado, no entanto, tais estatísticas inexistem, e as que se encontram disponíveis são de péssima qualidade<sup>49</sup>

#### IV

Os mecanismos discutidos na seção anterior dão conta de aspectos "financeiros" ou de "curto prazo" dos mecanismos responsáveis pelo sucesso do padrão ouro como forma de organização do sistema monetário internacional. Tem-se como muito claro na literatura que a contribuição desses mecanismos para a correção de desequilíbrios no balanço de pagamentos britânico é basicamente temporária, sendo não obstante muito importante para permitir a operação de ajustamentos mais "fundamentais", ou seja, mudanças nas importações, exportações, termos de troca e exportações de capital<sup>50</sup>. A extensa literatura referente ao funcionamento do padrão ouro em grande medida pode ser tomada como um conjunto de esforços no sentido de se compreender esses mecanismos de ajustamento subjacentes ao balanço de pagamentos britânico. Essa literatura é bastante antiga e sua evolução acompanha o próprio desenvolvimento da teoria sobre ajustamento do balanço de pagamentos, que em seus inícios estava incluída no que se chamava de "teoria da transferência"<sup>51</sup>. As visões "clássicas" sobre o padrão ouro forjam-se no seio da controvérsia sobre a "transferência" dos subsídios ingleses a seus aliados no continente durante as Guerras Napoleônicas<sup>52</sup>, e atingem sua maturidade basicamente com J. S.

Mill e F. W. Taussig e seus discípulos<sup>53</sup>. As primeiras ondas revisionistas se seguem do fracasso das tentativas de se reconstruir o padrão ouro na década de 1920, e do colapso da economia internacional que daí se seguiu. Diversos economistas revezaram-se na tentativa de demolir as concepções "clássicas", a essa altura já de "livro-texto", do padrão ouro a reboque do sentimento de que visões ingênuas, ou mesmo míticas, sobre o modo como o sistema pré-1914 funcionava tinham sido, em alguma medida, responsáveis pelos erros cometidos nos anos 20 e 30<sup>54</sup>. As revisões mais recentes se beneficiariam ainda de experiência do pós-guerra e produziriam um quadro razoavelmente amadurecido do modo como o padrão-ouro realmente funcionava<sup>55</sup>.

Há várias maneiras de abordar essa literatura, talvez o modo mais conveniente seja começar observando as informações contidas na tabela 3, que traz um resumo das principais contas do balanço de pagamentos britânico para alguns anos selecionados.

Tabela 3  
Grã-Bretanha: Balanço de pagamentos, 1907-1913  
(milhões de £)

	1907	1910	1913
balanço comercial <sup>a</sup>	-142	-159	-158
fretes	85	90	94
rendas de investimentos	160	187	210
juros de curto prazo <sup>b</sup>	35	35	35
total invisíveis	280	312	339
conta corrente	150	153	181
empréstimos emitidos <sup>c</sup>	-91	-207	-198
reservas	-2	1	-5
erros e omissões	51	-47	1

Notas: (a) incluem exportações líquidas de ouro. (b) inclui também comissões. (c) valor ao par. Adaptado de R. S. Sayers (1976, vol. 3, pp. 308-310)

Há padrões muito claros nas contas externas britânicas: a conta corrente mostra-se cronicamente superavitária, apesar da existência de um déficit comercial de avantajadas proporções, principalmente em função das rendas oriundas de fretes e de investimentos britânicos no exterior. O vulto desses itens invisíveis era, portanto, suficiente para sustentar uma política comercial de natureza liberal, ou mesmo prevenir a necessidade de receitas

ortodoxas de ajustamento externo que de outra forma seriam necessárias em função da persistência do déficit comercial<sup>56</sup>. Este superávit em conta corrente tinha, no entanto, como contrapartida o gigantesco volume de exportação de capital observado no período 1870-1914, que em média, chega a atingir 5.2% do PNB a cada ano<sup>57</sup>.

É interessante observar que esses padrões são também observados nos balanços de pagamento de França<sup>58</sup> e Alemanha, e que se observam apenas nesses três países<sup>59</sup>. Essa evidência pode ser interpretada segundo os cânones clássicos argumentando-se que o superávit em conta corrente estaria efetuando, segundo a terminologia taussiguiana, a "transferência" da exportações de capital. Ou seja modificações nos níveis de preço e de renda ajustariam a conta corrente à necessidade de "transferir" tamanho montante de capital para o exterior. Outra visão seria a de que o o superávit em conta corrente se desenvolve ao longo do tempo, e que as exportações de capital seriam assim "induzidas" de modo a evitar o acúmulo excessivo de reservas ou a escassez de liquidez internacional. Não se pode descartar inteiramente a interpretação clássica, mas a segunda parece mais promissora à luz da experiência histórica. Muitos autores ressaltaram como uma virtude incontestável do sistema monetário internacional anterior a 1914 o fato de que jamais se observou uma "escassez de libras"<sup>60</sup> tal qual se observaria adiante uma "escassez de dólares" nos anos 20 e 50/60<sup>61</sup>. A explicação para isso começa pela observação de que os grandes superávits em conta corrente característicos dos países credores representavam uma forte influência contracionista sobre a economia internacional, de modo que caberia a estes países reciclar de volta à economia internacional esse "poder de compra" na forma de exportações da capital. Dessa forma a dinâmica dos balanços de pagamentos da Grã-Bretanha, e em menor escala da França e Alemanha, tinha como implicação determinar a disponibilidade de liquidez internacional. É claro que não necessariamente os balanços de pagamentos dessas economias "líderes" - isto é, as economias cujas moedas desfrutam da condição de moedas internacionais de reserva - funcionam de modo a abastecer adequadamente a economia internacional de liquidez, como mais tarde seria demonstrado em diversas ocasiões<sup>62</sup>. Esses temas, contudo, não pertencem ao escopo deste ensaio. A nós interessa basicamente apontar para o fato de que há uma assimetria óbvia nesse sistema na medida que credores e devedores possuem capacidades inteiramente diversas para enfrentar

desequilíbrios externos. É evidentemente mais fácil desacelerar as exportações de capital, em resposta a uma dificuldade na conta corrente, do que conseguir novos empréstimos para financiar o desequilíbrio ou efetuar ajustes diretamente na conta corrente. Os devedores frequentemente viam-se na eventualidade de ter de enfrentar penosos processos de ajustamento na conta corrente, o que certamente não ocorria com as economias "líderes" pelo menos na mesma ordem de magnitude. Daí a persistência, nessas economias, de desequilíbrios em conta corrente que não geravam nenhuma espécie de mecanismo equilibrador: o **status** de economia "líder", nas palavras de Lindert<sup>63</sup>, "permitia à Grã-Bretanha (e à França e à Alemanha em menor escala) adiar um ajustamento contracionista de outra forma inevitável. A posição da [G]rã-Bretanha logo antes da Primeira Guerra Mundial fornece um exemplo clássico de 'déficit sem lágrimas'"<sup>64</sup>. Estas possibilidades claramente não estavam disponíveis aos países periféricos, especialmente os mais caracteristicamente devedores, pois embora pudessem manter déficits em conta corrente por períodos prolongados, ficavam à mercê dos humores e conveniências dos mercados financeiros na Europa. Voltaremos a esse tema na próxima seção.

## Y

O argumento da seção anterior, sobre as vantagens do **status** de economia "líder", foi desenvolvido basicamente em termos estáticos. Convém explorar em detalhe a dimensão cíclica, ou dinâmica, do problema. Muitos autores trabalharam sobre os padrões cíclicos de articulação entre exportações, termos de troca, conta corrente e exportações de capital. Há certo perigo em se enunciar "fatos estilizados" acerca do período 1870-1914: a diversidade de padrões observados, frequentemente enfatizada pelos historiadores, pode levar facilmente a "generalizações indevidas"<sup>65</sup>. Ainda assim é interessante elaborar sobre algumas das sequências que mais aparecem nos diversos modelos propostos. A primeira delas, "uma parte vital do processo" de acordo com Ford<sup>66</sup>, é a ligação entre exportações de capital e exportações: estas aparentemente se revitalizavam em resposta àquelas. Esse vínculo é difícil de ser estabelecido diretamente<sup>67</sup>, mas a relação estatística entre exportações e exportações de capital apresentada abaixo serve como uma comprovação razoavelmente sólida desta ligação<sup>68</sup>.



Em seguida, em um segundo momento, o crescimento das exportações eleva o nível de atividade e as importações, mas ainda assim a conta corrente tende a melhorar, como de fato se observa no gráfico 1. No entanto é muito provável que essa melhoria não seja da mesma ordem de magnitude das exportações de capital iniciais, de modo que haveria certa pressão sobre as reservas. A resposta a isso seria uma elevação na taxa de desconto que desaceleraria as exportações de capital, e em seguida as exportações, pondo fim ao boom. Esta é uma sequência mais ou menos simples, mas que pode não se mostrar exatamente clara no gráfico pois afinal cada ciclo apresenta fatores específicos que o caracterizam.

Existem pelo menos dois fatores que, se sobrepostos a esta sequência básica, podem modificá-la significativamente: o investimento doméstico e os termos de troca. O modo como comportamento do investimento doméstico se insere na sequência básica não é claro *a priori*. Uma hipótese comum é a de que há uma correlação negativa entre exportações de capital e investimento doméstico, o que basicamente supõe que ambos disputam recursos escassos no mercado de capitais londrino. É claro, por outro lado, que ambos se movem juntos quando varia o volume destes recursos, o que indicaria uma correlação positiva. Isso é consistente com a evidência de que há, de fato, uma correlação negativa entre ambos quando medidos como percentagens do PIB, mas que de fato não se observa quando medidos em termos absolutos, mesmo quando deflacionados<sup>69</sup>. No caso de uma correlação negativa entre investimento doméstico e exportações de capital, ocorre que quando desaceleram estas últimas, e com elas as exportações e o nível de atividade, o investimento doméstico se eleva amortecendo esta queda, ou mesmo a evita. Quando as exportações de capital estão crescendo, a queda no investimento doméstico contribui para melhorar a conta corrente e retardar o momento quando se manifestará uma pressão sobre as reservas. Assim sendo basicamente o investimento doméstico tem um papel estabilizador se ele está negativamente correlacionado com as exportações de capital, e desestabilizador no caso oposto. A evidência nesse sentido parece tender para a correlação negativa<sup>70</sup>, havendo, contudo, como se pode ver no gráfico, períodos de correlação positiva. Aceita-se, portanto, em geral a hipótese da correlação negativa, a qual aliás faz parte de alguns estudos clássicos sobre o assunto<sup>71</sup>, e serve como base do argumento de que o excesso de exportações de capital teria sido prejudicial à economia britânica antes de

1914<sup>72</sup>.

No tocante aos termos de troca também não se tem claro *a priori* como estes se comportam ao longo da sequência acima descrita. A hipótese mais comum, inicialmente enunciada no estudo clássico de Alec Caincross (1953), é a de que existe uma correlação negativa entre exportações de capital e termos de troca. O argumento básico aí é o de que os termos de troca representam uma *proxy* para a lucratividade relativa do investimento doméstico *vis-à-vis* o investimento no exterior, de modo que termos de troca desfavoráveis para a Grã-Bretanha denotam boas oportunidades de investimento no exterior, e induzem esses investimentos às custas do investimento doméstico. Em seguida supõe-se que as exportações de capital resultam em investimentos de infra-estrutura nos países receptores que tem como consequência aumentos de produtividade e/ou reduções nos preços do que resulta que as exportações de capital melhoram os termos de troca para a Grã-Bretanha<sup>73</sup>. A evidência parece apoiar a correlação positiva mas apenas quando se controla para outros fatores<sup>74</sup>.

É interessante observar a contrapartida desses movimentos para uma economia periférica típica em um contexto simplificado. Aceitando a correlação negativa entre termos da troca britânicos e exportações de capital, tem-se que estas ocorrem exatamente quando os termos de troca estão favoráveis para o país receptor, gerando uma dupla bonança. Em um segundo momento, com o aumento do nível de atividade e das importações na periferia, os termos de troca começam a piorar e cria-se um déficit em conta corrente que "transfere" os influxos de capital. Com a desaceleração das entradas de capital que fatalmente se observa em seguida, o déficit em conta corrente tem de ser eliminado via ajustes na renda ou na taxa de câmbio justamente quando os termos de troca estão em seu pior momento. O investimento doméstico não pode funcionar como estabilizador mantendo o nível de atividade, tal como nas economias "líderes", basicamente porque a necessidade de eliminar o déficit não o permite. Aí reside, por certo, uma das causas da instabilidade na periferia *vis-à-vis* as economias "líderes". É claro que este cenário representa a hipótese mais perversa possível, e que a articulação entre termos de troca e entradas de capital pode não se observar exatamente assim. As histórias individuais podem mostrar padrões bastante divergentes. Isto é bastante bem expresso na seguinte passagem de Triffin:

Os países devedores ... eram bem menos capazes de controlar o montante de suas importações de capital, que tendia a inchar em tempos de boom e encolher nos períodos difíceis, contribuindo de forma adicional à instabilidade econômica associada à sua frequente dependência em um ou poucos produtos, matérias primas ou produtos alimentares, de exportação sujeitos a amplas variações de preços e quantidades. De qualquer modo, o balanço de pagamentos da chamada 'periferia' seria auxiliado no longo prazo pelas grandes importações de capital postas a sua disposição pelos mercados financeiros da Europa industrial, mas estes países pagariam por esta dependência através de flutuações perversas na disponibilidade desse capital e em seus termos de troca ao longo do ciclo. A instabilidade das taxas de câmbio de muitos países - países que não os de áreas coloniais ou semi-coloniais estreitamente ligadas ao sistema monetário e bancário de suas metrópoles - tem aqui uma de suas muitas explicações.<sup>75</sup>

## VI

Em resumo, procuramos explorar a existência de assimetrias nos mecanismos de ajustamento inerentes ao sistema monetário internacional antes de 1914. Estas assimetrias aparentemente estariam por detrás do fato de que as "extremidades" do sistema experimentaram muito mais instabilidade macroeconômica que o "centro". Nessa linha cabe relacionar: (a) os padrões de distribuição geográfica da liquidez internacional e o controle exercido pelo Banco da Inglaterra sobre a administração das reservas dos países da área da libra; (b) a própria condição de moeda internacional de reserva desfrutada pela libra, que não decorria propriamente de sua conversibilidade, ou da disponibilidade de reservas metálicas por parte do Banco da Inglaterra, mas, em última instância da posição central da Grã-Bretanha no cenário econômico internacional; (c) a gerência, da política de descontos do Banco da Inglaterra, e os padrões cíclicos de articulação entre exportações de capital e de mercadorias, termos de troca e investimento doméstico. A superposição desses mecanismos provê uma base sobre a qual deve se assentar um exame da experiência macroeconômica de países específicos no âmbito do padrão ouro.

## Notas

<sup>1</sup> Veja-se M. De Cecco (1974, p. 29). Nesse sentido é bastante importante a volumosa literatura sobre o chamado "imperialismo do comércio livre", especialmente J. Gallagher & R. Robinson

- 
- (1953), W. G. Hynes (1979) e P. J. Cain (1980).
- 2 Veja-se especialmente D. Williams (1968) e R. Triffin (1964).
- 3 Veja-se por exemplo R. Triffin (1964, p. 128)
- 4 Tal como na rica imagem de J. M. Keynes (1930 vol. II, p. 307).
- 5 A noção de que o sistema funcionava de modo "automático" era a característica principal das visões de "livro-texto" sobre o sistema. Estas interpretações tinham tido origem nos escritos clássicos de Hume e Ricardo. Amostras podem ser encontradas em D. Hume (1752) e D. Ricardo (1811).
- 6 J. A. Schumpeter (1959, vol 2, p. 392).
- 7 Por exemplo D. Moggridge (1987, p. 6) e também R. S. Sayers (1951, p. 17).
- 8 J. M. Keynes (1930, vol. II, p. 307).
- 9 Cunliffe Report (1918, esp. p. 180).
- 10 Talvez o exemplo mais significativo seja dado pelas idéias de Montagu Norman sobre a restauração do padrão ouro. Veja-se H. Clay (1957).
- 11 Uma descrição sumária do processo de internacionalização financeira da City e suas relações com o desenvolvimento financeiro pode ser encontrada em M. De Cecco (1974, cap. 5). Uma rica avaliação contemporânea pode ser encontrada em W. Bagehot (1915). Referências indispensáveis nesse assunto contudo, são L. S. Pressnel (1968) e R. S. Sayers (1951).
- 12 Veja-se por exemplo D. Williams (1968, p. 270).
- 13 Veja-se por exemplo A. J. S. Baster (1929) e D. Joslin (1963).
- 14 O processo é documentado em detalhe em R. G. Hawtrey (1962, caps. 2 e 3).
- 15 No período 1876-80 a Grã-Bretanha respondia sozinha por cerca de 30% das importações mundiais de produtos primários e por cerca de 38% das exportações mundiais de manufaturados. Esses números ficariam reduzidos a 19% e 25% respectivamente em 1913. A. G. Kenwood & A. L. Loughheed (1983, p. 98).
- 16 Cerca de metade do comércio mundial era conduzido por navios ingleses. F. Crouzet (1982, p. 313) e S. B. Saul (1965, p. 11).
- 17 Veja-se a esse respeito a discussão pioneira de R. Triffin (1964, pp. 133-138). Voltaremos a esse tema na seção IV.
- 18 Veja-se S. B. Saul (1965, cap. 2).
- 19 Veja-se C. P. Kindleberger (1974).
- 20 A experiência anterior dos **bill brokers** seria decisiva para o desenvolvimento dos mecanismos de financiamento de comércio através de letras cambiais. Também a experiência anterior do mercado de capitais londrino em operar com lançamento de **bonds** seria importante para permitir o desenvolvimento do mercado internacional de capitais baseado justamente em lançamentos de **bonds**. M. de Cecco (1974, cap. 5).
- 21 Isto é explicitamente testado em M. Edelstein (1982,)
- 22 Uma resenha dessa discussão pode ser encontrada em S. Pollard (1985).
- 23 Veja-se por exemplo A. I. Bloomfield (1959, p. 42), D. E. Moggridge (1987, p. 11), R. S. Sayers (1951, p. 10).
- 24 A expressão "padrão-libra" foi utilizada por diversos autores exatamente nesse sentido: D. Williams (1968, p.), R. Triffin (1964, p.) e P. Lindert (1969, p.). É mais frequente, contudo, o uso da expressão "padrão-ouro de troca" (**gold exchange standard**) consagrada nos trâmites da conferência internacional de Genabra em 1922. Veja-se D. E. Traynor (1949) e S. V. O. Clarcke (1973).
- 25 Isto foi observado por muitos autores, e chegou a se tornar uma discussão importante na própria Grã-Bretanha

- 
- 26 Veja-se por exemplo M. De Cecco (1974, cap. 4), D. Williams (1968).
- 27 Veja-se por exemplo L. S. Pressnell (1982).
- 28 Veja-se por exemplo M. De Cecco (1974, p. 105). Veja-se também J. Viner (1929).
- 29 R. S. Sayers (1953).
- 30 Veja-se O. Morgenstern (1959) e A. G. Ford (1962, p. 21). Em ambos havia, por exemplo, o recurso aos pagamentos em prata, que permaneceu como **legal tender** durante todo o período 1870-1914.
- 31 Nesse sentido é obrigatória a referência ao trabalho de A. I. Bloomfield (1959) que reproduziu o mesmo achado de R. Nurske (1944) para os anos 1920, qual seja o de que as políticas de desconto dos principais bancos centrais se orientavam muito mais no sentido da "neutralização" do que da obediência às "regras do jogo". Veja-se também R. Triffin (1964, p. 124).
- 32 No caso da América Latina existe considerável subestimação....
- 33 M. De Cecco (1974, p. 120).
- 34 C. P. Kindleberger (1985, p. 144).
- 35 Isto seria uma característica da "área da libra" tal como a observaríamos de forma mais clara no entreguerras e mesmo após 1945. Veja-se L. S. Pressnell (1982) e A. G. Ford (1960, pp. 147-148).
- 36 Veja-se W. E. Beach (1935, p. 129) e P. Lindert (1969, p. 32).
- 37 W. Fischer (1982, p. 166).
- 38 P. Lindert (1969, p. 31).
- 39 Dessa maneira mostra-se que diferenciais de taxa de desconto a favor de Berlim, por exemplo, depreciavam as taxas de câmbio em Copenhagem, Cristiania (Oslo) e Zurique, até mais do que diferenciais de desconto em Londres. Em Roma e Viena diferenciais de juros a favor de Berlim depreciavam as taxas de câmbio contra o marco nessas praças, mas a influência de Londres era mais forte, ou seja, diferenciais de juros a favor de Londres depreciavam a moeda local contra a libra ainda mais. Veja-se P. Lindert (1969, pp. 50-51). Uma observação importante a fazer é que a relevância de exercícios deste tipo está diretamente associada à relevância da taxa de desconto como instrumento para lidar com problemas de balanço de pagamentos. Conforme já observamos, para muitos países, uso de controles diretos se sobrepunha ao da taxa de desconto, e um teste como o de Lindert não captura esta dimensão do problema.
- 40 Esta descrição é comum em muitos trabalhos.
- 41 P. Lindert (1969, pp. 52-53).
- 42 O. Morgenstern (1959).
- 43 Por exemplo C. P. Kindleberger (1985, cap. 14 e 1978, cap. 7).
- 44 Note-se que a idéia da "transferência do ônus" tem sido discutida em outro contexto, qual seja o dos mecanismos de ajustamento sob o padrão ouro no sentido mais convencional, isto é envolvendo a articulação entre taxas de juros, termos de troca, exportações de capital, investimento e nível de atividades na Grã-Bretanha e na "periferia". Essa literatura constitui o tema principal da seção V.
- 45 C. P. Kindleberger (1985, cap. 14).
- 46 Por exemplo A. G. Ford (1964).
- 47 Veja-se especialmente D. E. Moggridge (1987, p. 11).
- 48 A. G. Ford (1964). Note-se que Ford discute, neste trabalho, também a hipótese da "transferência do ônus" no contexto dos mecanismos de ajustamento sob o padrão ouro, tal como discutiremos na próxima seção.
- 49 Veja-se O. Morgenstern (1959).
- 50 Veja-se por exemplo A. G. Ford (1960, pp. 144-145).
- 51 Uma extraordinária resenha com esse teor é a de F. W. Fetter (1968).

- 52 Para uma resenha detalhada das contribuições aí originadas veja-se J. Viner (1937).
- 53 Destacadamente em J. S. Mill (1848) e F. Taussig (1917 e 1927). Os discípulos de Taussig ficariam conhecidos como os "neo-clássicos de Harvard" e dentre este se incluem John H. Williams, Frank D. Graham, Jacob Viner e Harry D. White. Todos trabalhariam com países específicos no período 1860-1914 com o propósito de prover suporte à teoria clássica taussigiana do balanço de pagamentos. Williams (1920) com a Argentina em 1880-1900, Graham (1922) com os EUA para 1862-1879, Viner (1924) com o Canadá para 1900-1913 e White (1933) com a França para 1880-1913. É significativo que o tom das conclusões destes trabalhos, e dos comentários do próprio Taussig a respeito seria bastante cético. Veja-se F. W. Fetter (1968, p. 72).
- 54 Uma lista nessa linha deverá incluir P. Barret-Whale (1937), J. H. Jones (1933), R. Nurske (1944, esp. pp. 27-46), C. H. Walker (1934), J. M. Keynes (1930, vol. 2, caps. 35 e 36). Dentre os exemplos mais comumente citados como exemplo de "visões ingênuas" deve-se mencionar o famoso Cunliffe Report (1918), escrito por uma comissão especial do parlamento britânico com o propósito de orientar a política da Grã-Bretanha acerca da reconstrução do padrão ouro doméstica e internacionalmente. Veja-se A. G. Ford (1962, p. 3) por exemplo.
- 55 Destacadamente R. Triffin (1964), A. Bloomfield (1959), P. Lindert (1969), A. G. Ford (1962), W. M. Scammel (1965) e os ensaios de M. Bordo & A. J. Schwartz (1986).
- 56 Veja-se por exemplo P. Lindert (1969, p. 775 passim) e R. Triffin (1964, p. 125 passim).
- 57 M. Edelstein (1982, p. 3).
- 58 H. D. White (1933).
- 59 P. Lindert (1969, p. 72 passim).
- 60 Veja-se por exemplo D. Williams (1968, p. 278).
- 61 Veja-se M. E. Falkus (1971) para os anos 20 e C. P. Kindleberger (1950).
- 62 Especialmente em se tratando do balanço de pagamentos americano nos anos 20 e 50/60, quando houve "escassez de dólares", conforme mencionamos, e também ao final dos anos 60 e início dos anos 70 quando observamos o fenômeno oposto.
- 63 **Keycurrency status** no original.
- 64 P. Lindert (1969, p. 75). **Deficit without tears** no original. Pode-se facilmente trivializar o problema argumentando-se que um país que tem uma moeda que desfruta de conversibilidade, o que na verdade traduziria em última análise uma série de atributos desejáveis dessa economia, de fato desfruta de uma vantagem o tocante a seu balanço de pagamentos vis-à-vis outro de moeda não conversível, pois pode, até certo ponto, fabricar seu próprio dinheiro para se financiar. Deve haver pouca discussão sobre o fato de que existe uma assimetria muito clara aí, o ponto é se isso apenas reflete diferenças no tocante à estrutura de cada economia ou se vai além disso.
- 65 Veja-se S. B. Saul (1960, p. 133) e A. G. Ford (1962, p. 54).
- 66 A. G. Ford (1962, p. 53).
- 67 Há pouca evidência de que, como contrapartida à obtenção de empréstimos em Londres, se exigisse que preferências comercial a favor da Grã-Bretanha fossem exercidas.
- 68 Ibid. p. 73.
- 69 Por exemplo J. M. Stone (1971, p. 324).
- 70 Veja-se A. I. Bloomfield (1968).
- 71 A. Caincross (1953) e W. W. Rostow (1948) por exemplo.
- 72 Veja-se a resenha de S. Pollard (1985).
- 73 Veja-se A. Caincross (1953, esp. cap. 7).
- 74 Isto é reconhecido por A. Caincross (1953, p. 190). Veja-se também W. A. Lewis (1978, pp. 179-180), J. M. Stone (1971) e H. W. Richardson (1972).

---

<sup>75</sup> R. Triffin (1964, p. 127).

## Referências

(o ano entre parênteses indica a data original de publicação)

- W. Bagehot (1915) "Lombard Street, a Description of the Money Market" New Edition, Smith, Elder & co., London. Arno Press Reprint, New York, 1978.
- P. Barret-Whale(1937) "The Working of the Prewar Gold Standard" em B. Eichengreen (1985).
- A. J. S. Baster (1929) "The Imperial Banks" London.
- W. E. Beach (1935) "British International Gold Movements and Banking Policy, 1881-1913" Harvard University Press, Cambridge.
- A. I. Bloomfield (1959) "Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914" Federal Reserve Bank of New York.
- M. Bordo & A. J. Schwartz (1986) "Retrospective of the Classical Gold Standard" NBER, Chicago University Press.
- P. J. Cain (1980) "Economic Foundation of British Overseas Expansion, 1815-1914" Macmillan, London.
- A. Caincross (1953) "Home and Foreign Investment, 1870-1913" Cambridge University Press, Cambridge.
- M. de Cecco(1974) "Money and Empire, the Internatinal Gold Standard, 1890-1914" Basil Blackwell, Oxford.
- S. V. O. Clarke(1973) "The Reconstruction of the International Monetary System: the attempts of 1922 and 1933" Princeton Essays in International Finance nº 33.
- H. Clay (1957) "Lord Norman" Macmillan, London.
- F. Crouzet (1982) "The Victorian Economy" Columbia University Press, New York.
- Cunliffe Report (1918) First Interim Report, Cunliffe Committee on the Currency and Foreign Exchanges after the War" em B. Eichengreen (1985).
- M. Edelstein (1982)"Overseas Investment in the Age of High Imperialism, the United Kingdom, 1850-1914" Columbia University Press, New York .
- \_\_\_\_\_ (1971) "Rigidity and Bias in the British Capital Market, 1870-1914" em D. N. McCloskey (ed.) "Essays on a Mature Economy, Britain after 1840" Princeton University Press, Princeton.
- B. Eichengreen (1985)(ed.) "The Gold Standard in Theory and History" Methuen, London.
- M. E. Falkus (1971) "US Economic Policy and the 'Dollar Gap' of the 1920s" Economic History Review 24.
- F. W. Fetter (1968)"The Transfer Problem" em C. R. Wittlessey & J. S. G. Wilson (eds.) "Essays in Money and Banking in Honour of R. S. Sayers" Oxford at the Clarendon Press.
- W. Fischer (1982) "A Comment on L. S. Pressnel
- A. G. Ford (1964) "Bank Rate, the British Balance of Payments, and the Burdens of Adjustment, 1870-1914" Oxford Economic Papers 16.
- \_\_\_\_\_ (1962) "The Gold Standard: Britain and Argentina" Oxford at the Clarendon Press.
- \_\_\_\_\_ (1960) "The Working of the Gold Standard Before 1914" em B. Eichengreen (1985).
- J. Gallagher & R. Robinson(1953) "Imperialism and Free Trade" em A. G. L. Shaw (ed.) "Great Britain and the Colonies" Methuen, London, 1970.
- F. D. Graham(1922)"International Trade under Depreciated Paper: The US, 1862-1879" Quarterly Journal of Economics 36.
- R. G. Hawtrey (1962) "A Century of Bank Rate" Augustus M. Kelley Reprint, New York, 1968.
- D. Hume (1752) "On the Balance of Trade" em B. Eichengreen (1985)
- W. G. Hynes (1979) "The Economics of Empire, Britain, Africa and the New Imperialism, 1870-1895" Longman, London.
- J. H. Jones (1933) "The Gold Standard" The Economic Journal 43 .
- D. Joslin (1963) "A Century of Banking in Latin America" London.



- A. G. Kenwood & A. L. Lougheed (1983) "The Growth of the International Economy" George Allen & Unwin, London.
- J. M. Keynes (1930) "The Treatise on Money" Macmillan, London.
- C. P. Kindleberger (1985) "Keynesianism versus Monetarism and Other Essays in Financial History" George Allen & Unwin, London.
- \_\_\_\_\_ (1978) "Manias Panics, and Crashes. A History of Financial Crises" Basic Books, New York.
- \_\_\_\_\_ (1974) "The Formation of Financial Centers" em "Economic Responses, Comparative Studies in Trade, Finance and Growth" Harvard University Press, Cambridge, 1978.
- \_\_\_\_\_ (1950) "The Dollar Shortage" MIT Press e John Willey & Sons, New York.
- W. A. Lewis (1978) "Growth and Fluctuations, 1870-1913" George Allen & Unwin, London.
- P. Lindert (1969) "Key Currencies and Gold" Princeton Studies in International Finance nº 24.
- J. S. Mill (1848) "Principles of Political Economy"
- D. Moggridge (1987) "Problems in the History of the International Economy since 1870: the gold standard" Departamento de Economia PUC-RJ, Textos para Discussão nº 160.
- O. Morgenstern "The Validity of International Gold Movement Statistics" Special Papers in International Economics nº 2.
- \_\_\_\_\_ (1959) "International Financial Transactions and Business Cycles" NBER, Princeton University Press, Princeton.
- R. Nurske (1944) "International Currency Experience" League of Nations, Geneva.
- S. Pollard (1985) "Capital Exports 1870-1914: harmful or beneficial?" Economic History Review Second Series 38.
- L. S. Pressnell (1982) "The Sterling System and Financial Crises Before 1914" em C. P. Kindleberger & J. P. Laffarge (eds.) "Financial Crises, History, Theory, and Policy" Cambridge University Press, Cambridge.
- \_\_\_\_\_ (1968) "Gold Reserves, Banking Reserves and the Baring Crisis of 1890" em C. R. Wittlessey & J. S. G. Wilson (eds.) "Essays in Money and Banking in Honour of R. S. Sayers" Oxford at the Clarendon Press.
- D. Ricardo (1811) "The High Price of Bullion, a Proof of Depreciation of Banknotes" em P. Sraffa (ed.) "The Works and Correspondence of David Ricardo" Vol. III, Pamphlets and Papers, 1809-1811. Cambridge University Press, 1951.
- H. W. Richardson (1972) "British Emigration and Overseas Investment 1870-1914" The Economic History Review 25.
- W. W. Rostow (1948) "The British Economy in the Nineteenth Century" Oxford University Press, London.
- S. B. Saul (1965) "Studies in British Overseas Trade" Liverpool University Press.
- R. S. Sayers (1976) "The Bank of England 1891-1944" Cambridge University Press, Cambridge.
- \_\_\_\_\_ (1953) "The Bank in the Gold Market, 1890-1914" em T. S. Ashton & R. S. Sayers (eds.) "Papers in English Monetary History" Oxford at the Clarendon Press.
- \_\_\_\_\_ (1951) "The Development of Central Banking After Bagehot" em "Central Banking After Bagehot" Oxford at the Clarendon Press, 1957.
- W. M. Scammel (1965) "The Working of the Gold Standard" em B. Eichengreen (1985).
- J. A. Schumpeter (1959) "História da Análise Econômica" Fundo de Cultura, Rio de Janeiro, 1964.
- J. M. Stone (1971) "Financial Panics: their implication for the mix of domestic and foreign investment of Great Britain, 1880-1913" Quarterly Journal of Economics 85.
- F. Taussig (1927) "International Trade" Macmillan, New York.
- \_\_\_\_\_ (1917) "International Trade under Depreciated Paper" Quarterly Journal of Economics 21.
- D. E. Traynor (1949) "International Monetary and Financial Conferences in the Interwar Period" Catholic University Press, Washington.

- R. Triffin (1964) "Myths and Realities of the So-called Gold Standard" em B. Eichengreen (1985).
- J. Viner (1937) "Studies in the Theory of International Trade" Harper, New York.
- \_\_\_\_\_ (1929) "International Finance and Balance of Power Diplomacy, 1880-1914" em "International Economics Studies" The Free Press, Glencoe, 1951.
- \_\_\_\_\_ (1924) "Canada's Balance of International Indebtedness, 1900-1913" Harvard University Press, Cambridge.
- C. H. Walker (1934) "The Working of the Pre-war Gold Standard" Review of Economic Studies 1.
- H. D. White (1933) "The French International Accounts, 1880-1913" Harvard University Press, Cambridge.
- D. Williams (1968) "The Evolution of the Sterling System" em C. R. Wittlesey & J. S. G. Wilson (eds.) "Essays in Money and Banking in Honour of R. S. Sayers" Oxford at the Clarendon Press.
- J. H. Williams (1920) "Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money, 1880-1900" Harvard University Press, Cambridge.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO - DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC/RJ

130. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "Exogenous Determinants of Trade and Debt Patterns in Latin America".
131. Bacha, E.L. "A Inércia e o Conflito: O Plano Cruzado e seus Desafios".
132. Dutt, A.K. "Growth, Distribution and Technological Change".
133. Werneck, R.L.F. "Retomada do Crescimento e Esforço de Poupança: Limitações e Possibilidades".
134. Modiano, E.M. "Mitos e Fatos sobre o Setor Público Brasileiro".
135. Moraes, P.B. "The Brazilian Stabilization Program of 1964: Price Guidelines cum Credit Restrictions".
136. Camargo, J.M. "Ajuste Estrutural e Distribuição da Renda".
137. Saldanha, F. "Fixprice Analysis of Labor-Managed Economies".
138. Carneiro, D. "Stabilization Policies and Adjustment: The Brazilian Economy in the Eighties".
139. Bacha, E.L. "Debt, Stabilization and Growth: Brazilian-Based Reflections".
140. Franco, G.H.B. "Testing Monetarist Models of Hyperinflation".
141. Franco, G.H.B. "Inertia, Coordination and Corporatism".
142. Amadeo, Edward. "Ensaio sobre a Economia e Política de J.M. Keynes".
143. Amadeo, Edward. "Teoria e Método nos Primórdios da Macroeconomia (final): a Revolução Keynesiana e a Análise do Multiplicador".
144. Franco, Gustavo H.B. "O Plano Cruzado: diagnóstico, performance e perspectiva a 15 de novembro".
145. Saldanha, F. e Conn, D. "Stability of General Equilibria in Labor-Managed Economies: A Non-Tatonnement Approach".
146. Bacha, E.L. "The Design of IMF Conditionality: A Reform Proposal".
147. Carneiro, D. e Moraes, P.B. "Inflation and the Development of the Brazilian Financial System".
148. Abreu, M.P. "Equações de Demanda de Importações Revisitadas: Brasil, 1960-1985".
149. Abreu, M.P., Fritsch, W. e Modiano, E.M. "Debt, Growth and Structural Adjustment in Latin America: an Appraisal of the Baker Initiative".
150. Abreu, M.P., Fritsch, W. "GSP Graduation: Impact on Major Latin American Beneficiaries".
151. Franco, G.H.B. "Fiscal "Reforms" and the Ends of Four Hyperinflations".
152. Carneiro, D.D. "The Cruzado Experience: An Untimely Evaluation After ten months/1".

153. Amadeo, E.J. e Dutt, A.K. "The Neo-Ricardian Keynesians and the Post Keynesians".
154. Modiano, E.M. "The Cruzado Plan: Theoretical Foundations and Practical Limitations".
155. Franco, G.H.B. "Política de Estabilização no Brasil: Algumas Lições do Plano Cruzado".
156. Neto, A.F. "Problemas do Controle Monetário no Brasil".
157. Abreu, M.P. e Fritsch, W. "G-5 Policies, Credit Availability and Latin American Growth".
158. Bacha, E.L. "Do Acordo de Plaza à Moratória Técnica: Os Tortuosos Caminhos da Renegociação da Dívida Externa Brasileira, 1983-87".
159. Franco, G.H.B. "The Rentenmark "Miracle"".
160. Moggridge, D.E. "Problems in the History of the International Economy Since 1870: The Gold Standard".
161. Lago, L.A.C. "Investimentos Diretos no Brasil e a Conversão de Empréstimos em Capital de Risco".
162. Moraes, P.B. "Keynes and the Role of Monetary Policy in a Stabilization Program".
163. Werneck, R.L. "Public Sector Adjustment to External Shocks and Domestic Pressures in Brazil, 1970-85".
164. Moggridge, D.E. "On Editing Keynes".
165. Modiano, E.M. "Necessidade e Dificuldade de um Novo Cruzado".
166. Modiano, E.M. e Fritsch, W. "A Restrição Externa ao Crescimento Econômico Brasileiro: Uma Perspectiva de Longo Prazo."
167. Franco, G.H.B. "Um Modelo para a Adoção de Indexação em Condições de Alta Inflação".
168. Amadeo, E.J. "Multiplier Analysis".
169. Amadeo, E.J. "Expectations in a Steady State Model of Capacity Utilization".
170. Bacha, E.L. "Project Analysis and Income Distribution: Notes on the IDB/OECD Conference".
171. Modiano, E.M. "Plano Cruzado: A Primeira Tentativa".
172. Feinberg, R.E. and Bacha, E.L. "When Supply and Demand don't Intersect: Latin America and the Bretton Woods Institutions in the 1980s".
173. Modiano, E.M. "O PIB em 1987: Expansão, Recessão ou Estagnação?".
174. Bacha, E. "Escaping Confrontation: Latin America's Debt Crisis in the Late Eighties".

175. Werneck, R.L. "Um Modelo de Simulação para Análise do Financiamento do Setor Público".
176. Amadeo, E.J. Controversies over the Equilibrium Position in Keynes's GENERAL THEORY.
177. Amadeo, E.J. "Teoria e Método nos Primórdios da Macroeconomia [IV]: Hicks e o difícil compromisso entre tempo e equilíbrio".
178. Franco, G.H. "Direct Investment in Brazil: its Role in Adjustment and Emerging Issues".
179. Carneiro, D.D. "Heterodoxia e Política Monetária".
180. Modiano, E.M. "Repases Mensais X Reajustes Trimestrais".
181. Bacha, E.L. "Moeda, Inércia e Conflito: Reflexões Sobre Políticas de Estabilização no Brasil".
182. Corrêa do Lago, L.A. "Economic Relations of Brazil and the European Economic Community in the Post-War Period: a Historical Perspective and the Present Situation".
183. Modiano, E.M. "Novo Cruzado e Velhos Conflitos: O Programa Brasileiro de Estabilização de 12 de junho de 1987".