

Barry Eichengreen

A GLOBALIZAÇÃO
DO CAPITAL

Uma História do Sistema Monetário Internacional

Tradução
Sergio Blum

Apoio cultural

 **BANCO BBA**
CREDITANSTALT S.A.
Associado ao Bank Austria Creditanstalt Intl.

editora ■ 34

3. INSTABILIDADE ENTRE AS GUERRAS

A expressão "o padrão ouro" é, em si mesma, uma falácia, uma das mais caras que já iludiu o mundo. O engano está em que ela sugere existir um, e apenas um, determinado padrão ouro. Assumir que sejam idênticos padrões monetários amplamente divergentes, todos sob um rótulo comum — o padrão ouro —, levou, recentemente, o mundo à beira da ruína.

Sir Charles Morgan-Webb
The Rise and Fall of the Gold Standard

No capítulo anterior, vimos como o padrão ouro no período que antecedeu a guerra foi sustentado por um particular conjunto de circunstâncias políticas e econômicas específicas àquele momento e lugar. A experiência do entreguerras afirma o mesmo, através de um contra-exemplo. A libra esterlina, que havia se constituído em um ponto focal para a harmonização das políticas monetárias, já não desfrutava de uma posição privilegiada na economia mundial. Pertencia ao passado a predominância industrial e comercial da Grã-Bretanha, que havia sido obrigada a vender muitos de seus ativos no exterior durante a Primeira Guerra Mundial. O grau de complementaridade entre os investimentos no exterior e as exportações de bens de capital britânicos já não era tão grande quanto antes de 1913. Países como a Alemanha, que haviam sido credores internacionais, estavam reduzidos a um status devedor e passaram a depender da importação de capital dos Estados Unidos para a manutenção do equilíbrio externo.

Com o avanço do sindicalismo e da burocratização dos mercados de trabalho, os salários já não reagiam às instabilidades com sua tradicional rapidez.¹ Instabilidades negativas provocaram desemprego, intensificando a

¹ Emprego a expressão "burocratização" dos mercados de trabalho — tomada de empréstimo do título do livro de Sanford Jacoby publicado em 1985 — com referência ao surgimento dos departamentos de pessoal e outras estruturas formais de gerenciamento das relações com os empregados em grandes empresas.

pressão para que os governos reagissem de maneiras que poderiam por em risco o padrão monetário.² Os governos do pós-guerra estavam mais suscetíveis a essa pressão em vista da extensão dos direitos de cidadania, do crescimento dos partidos trabalhistas parlamentares e do crescimento dos investimentos sociais. Não era mais possível contar com nenhum dos fatores que haviam dado sustentação ao padrão ouro no período anterior à guerra.

Em consequência, o padrão ouro no período entre as guerras, ressuscitado na segunda metade da década de 20, compartilhava poucos dos méritos do funcionamento do sistema antes da guerra. Com a perda da tradicional flexibilidade nos mercados de trabalho e de "commodities", o novo sistema não era capaz de absorver impactos com facilidade. Uma vez que os governos não tinham como se defender das pressões que reivindicavam estímulos ao crescimento e emprego, o novo regime não tinha credibilidade. Quando o sistema era perturbado, o capital financeiro, que no passado fluía em direções estabilizadoras, agora empreendia fugas, transformando uma perturbação limitada numa crise econômica e política. A queda na atividade econômica de 1929, que se transformou na Grande Depressão, foi exatamente um reflexo desse processo. E ele terminou por vitimar também o próprio padrão ouro.

Uma das lições desse episódio foi a futilidade das tentativas de voltar os ponteiros do relógio da História. Reconheceram-se, afinal, como permanentes, as relações trabalhistas burocratizadas, o peso de fatores político-partidários na formulação das políticas e outros aspectos característicos do mundo no século XX. Quando se empreendeu novamente, na década de 40, um esforço de reconstrução do sistema monetário internacional, a nova concepção passou a incorporar tanto uma maior flexibilidade da taxa de câmbio para absorver impactos como restrições aos fluxos de capital internacionais para conter a especulação desestabilizadora.

CRONOLOGIA

Se a essência do sistema anterior à Primeira Guerra Mundial era o compromisso dos governos em relação à conversão das moedas domésticas em

² Empregando dados de uma amostra de seis países industrializados, Tamim Bayoumi e eu (1996) verificamos haver um achatamento da inclinação média da curva de oferta agregada, o que é coerente com o ponto de vista de que a flexibilidade nominal diminuiu no período anterior à Primeira Guerra e entre a Primeira e a Segunda Guerras Mundiais. Robert Gordon (1982) mostra que esse crescimento na rigidez nominal foi maior nos Estados Unidos do que no Reino Unido ou no Japão, o que é coerente com atribuí-la à burocratização dos mercados de trabalho, tendo em vista que os departamentos de pessoal e mercados de trabalho internos surgiram e se disseminaram inicialmente nos Estados Unidos.

quantidades fixas de ouro e a liberdade para que as pessoas exportassem e importassem ouro obtido de fontes oficiais e outras, com a Primeira Guerra Mundial isso acabou abruptamente. O metal precioso tornou-se um recurso essencial para adquirir do exterior os suprimentos necessários para alimentar a máquina bélica. Os governos promulgaram leis e impuseram normas proibindo exportações de ouro, exceto se autorizadas por licenças que eles raramente se dispunham a conceder. Com a perturbação na arbitragem no mercado do ouro, as taxas de câmbio começaram a flutuar. Essa flutuação era limitada pela aplicação de controles que proibiam a maioria das transações em moeda estrangeira.

Para mobilizar recursos para a guerra, as autoridades impuseram novos impostos e emitiram bônus governamentais. Quando os recursos assim mobilizados mostraram-se inadequados, foram suspensos os estatutos exigindo que os governos lastreassem suas respectivas moedas em ouro ou divisas estrangeiras. Eles emitiram *moeda fiat* ou fiduciária (papel sem lastro) para pagar seus soldados e adquirir equipamento bélico no mercado doméstico. Os diferentes volumes de emissão de *moeda fiduciária* nos diversos países causaram grandes variações nas taxas de câmbio.

Em consequência, partê da reconstrução no pós-guerra foi de caráter monetário. Ao conceder empréstimos aos governos francês e britânico, os Estados Unidos ajudaram seus aliados a atrelar suas moedas ao dólar a um câmbio algo desvalorizado. O final da guerra significou o fim desse apoio. Como a inflação na Grã-Bretanha e em outros países, da Europa fosse mais elevada do que nos Estados Unidos, o governo britânico se deu conta de que o fim do apoio norte-americano o deixaria vulnerável a volumosas perdas de ouro caso tentasse manter a libra supervalorizada e, assim, suspendeu a conversibilidade de sua moeda. Entre todas as moedas importantes, somente o dólar manteve sua conversibilidade em ouro. Embora os controles fossem rapidamente eliminados, passaram-se anos antes que a conversibilidade fosse restaurada.

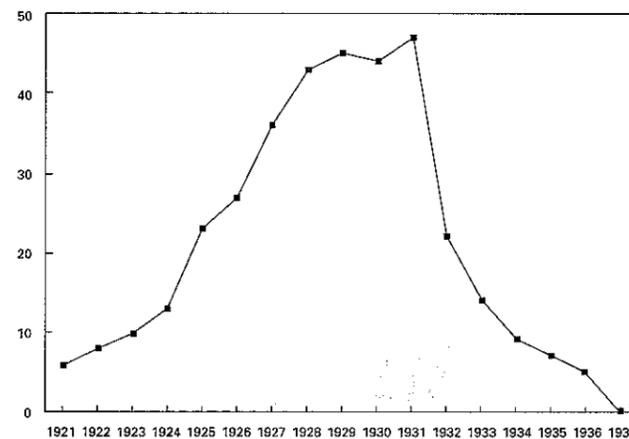
Um aspecto notável dos acordos monetários internacionais no pós-guerra foi a liberdade de flutuação das moedas. Via de regra, os bancos centrais não intervinham no mercado de câmbio. A primeira metade da década de 20 constituiu-se, portanto, em um exemplo de um regime cambial de flutuação relativamente limpa.

Entre os primeiros países a restabelecer a conversibilidade em ouro estavam aqueles que tinham sofrido *hiperinflação*: Áustria, Alemanha, Hungria e Polônia. Nesses países, a inflação havia sido alimentada pelo papel-moeda usado para financiar déficits orçamentários dos governos. Ao cabo de algum tempo, o problema terminou por gerar sua própria solução. A oposição

a aumentos nos impostos e cortes nos gastos foi posta em segundo plano em face do trauma da inflação descontrolada e do colapso da economia monetária. As taxas de câmbio foram estabilizadas na Áustria em 1923, na Alemanha e na Polônia em 1924, e na Hungria em 1925. Esses países emitiram novas moedas cujo volume em circulação era regulado por provisões contidas na legislação do padrão ouro. As reservas eram reabastecidas por empréstimos endossados pela Liga das Nações (e, no caso da Alemanha, pela Comissão de Reparções instituída para supervisionar as transferências compensatórias para os Aliados). Como condição para essa ajuda externa, fortaleceu-se a independência dos bancos centrais.

Os países que haviam experimentado processos inflacionários moderados estabilizaram suas moedas e restauraram a conversibilidade em ouro sem uma reforma monetária nos moldes daquela promovida na Alemanha. A Bélgica estabilizou sua moeda em 1925, a França em 1926, e a Itália em 1927.³ Cada um desses países havia sofrido inflação e desvalorização de suas moedas durante o período da flutuação. Ao final de 1926, o valor do franco francês, por exemplo, havia caído para apenas um quinto de seu valor em dólares antes da guerra. Uma vez que a tentativa de reverter mais do que uma fração dessa

Gráfico 3.1
Número de países adotantes do padrão ouro, 1921-37



Fonte: Palyi (1972), tabela IV-1.1.

³ No caso da França, isto se refere à estabilização *de facto* do franco. A estabilização *de jure* veio em junho de 1928.

inflação poderia desestabilizar a economia, a França e outros países em sua situação decidiram, em vez disso, estabilizar suas taxas de câmbio em torno dos níveis da época.

Os países nos quais a inflação havia sido controlada em seu início puderam restaurar o preço do ouro e a tradicional taxa de câmbio frente ao dólar vigentes antes da guerra. Isso foi feito pela Suécia em 1924. A restauração da paridade vigente antes da guerra na Grã-Bretanha em 1925 induziu a Austrália, a Holanda, a Suíça e a África do Sul a acompanhar a decisão. Depois que uma massa crítica de países restaurou o padrão ouro, o fator de externalidade em rede do sistema atraiu os demais países para o rebanho. Canadá, Chile, Tchecoslováquia e Finlândia estabilizaram suas moedas em 1926. A França fez o mesmo no final do ano. O gráfico 3.1 apresenta o número de países que adotavam o padrão ouro de 1921 a 1937.

Se a estabilização da moeda na França em 1926 for tomada como marco do renascimento do padrão ouro, e a desvalorização da libra pela Grã-Bretanha em 1931 como sua extinção, nesse caso o padrão ouro no período entreguerras teve vigência como um sistema global durante menos de cinco anos. Mesmo antes desse triste fim, sua operação era considerada insatisfatória. O mecanismo de ajustê era inadequado: países com moeda fraca, como a Grã-Bretanha, sofriam déficits crônicos em seus balanços de pagamentos e uma hemorrhagia de ouro e reservas cambiais, ao passo que os países com moedas fortes, como a França, registravam persistentes superávits. Os ajustes nos mercados de ativos e de "commodities" necessários para restaurar o equilíbrio às contas externas parecia não funcionar. O estoque mundial de reservas era inadequado: ele sofreu um declínio abrupto em 1931, quando os bancos centrais desataram, desordenadamente, a converter suas divisas estrangeiras em ouro.

Antes da Primeira Guerra Mundial, como vimos no capítulo 2, o padrão ouro nunca tinha se estabelecido solidamente fora dos países industrializados, fato atribuído à inexistência das instituições necessárias. Acompanhando o exemplo dos Estados Unidos, que procuraram corrigir as deficiências de seu sistema financeiro através da criação do Federal Reserve System em 1913, os países da América Latina e de outras regiões instituíram bancos centrais na década de 20. Especialistas em medicina monetária, como Edwin Kemmerer, da Universidade Princeton, vagavam pelo mundo pregando o evangelho do padrão ouro e da independência dos bancos centrais. Mas a simples existência de um banco central não era garantia de estabilidade. Mantendo-se o padrão reinante antes da guerra, o romper da Grande Depressão em 1929 resultou no colapso do padrão ouro na periferia. Os países expor-

tadores de produtos primários foram afetados negativamente e simultaneamente por quedas na importação de capital e nas receitas das exportações de “commodities”. Com o declínio em suas reservas, os bancos centrais foram obrigados a aceitar uma contração de seus meios de pagamento. Fatores políticos então entraram em cena. O aprofundamento da deflação fortaleceu a posição daqueles que defendiam o relaxamento das restrições do padrão ouro com o objetivo de interromper a espiral descendente. Respondendo a esses apelos, os governos da Argentina e Uruguai limitaram a conversibilidade do ouro no final de 1929. O Canadá adotou um embargo sobre as exportações de ouro equivalente a uma desvalorização. Brasil, Chile, Paraguai, Peru, Venezuela, Austrália e Nova Zelândia limitaram seu padrão ouro através da imposição de dificuldades para a obtenção de ouro e permitindo que suas moedas caíssem abaixo de suas paridades oficiais.

No verão de 1931, a instabilidade se alastrou, penetrando o núcleo industrializado do sistema. Áustria e Alemanha sofreram crises bancárias e corridas contra suas reservas internacionais. Quanto maior o socorro prestado a seus sistemas bancários, mais rapidamente seus bancos centrais sofriam uma hemorragia de ouro. Eles foram levados a suspender a conversibilidade e aplicar *controles cambiais*. A situação do balanço de pagamentos da Grã-Bretanha, já enfraquecido pela queda nas receitas de investimentos no exterior provocados pela Depressão, foi agravada ainda mais com a crise no sistema bancário da Europa Central. O governo britânico suspendeu a conversibilidade em setembro de 1931, depois das pressões que se fizeram sentir sobre as reservas do Banco da Inglaterra. Em poucas semanas, diversos outros países acompanharam a decisão. Muitos praticavam um comércio intenso com a Grã-Bretanha e dependiam de financiamentos do mercado londrino: para esses países fazia sentido atrelar suas moedas à libra e manter suas reservas cambiais em libras esterlinas em Londres.

Em 1932, o sistema monetário internacional havia se fracionado em três blocos: os países do padrão ouro residual, à frente os Estados Unidos; a *área da libra esterlina* (formada pela Grã-Bretanha e pelos países que haviam atrelado suas moedas à libra); e os países da Europa central e oriental, liderados pela Alemanha, onde era praticado o controle sobre o câmbio. Uns poucos países não pertenciam a nenhum grupo: o Canadá, com laços tanto com os Estados Unidos como com o Reino Unido, abandonou o padrão ouro — seguindo o exemplo da Grã-Bretanha —, mas não permitiu que sua moeda se desvalorizasse tanto quanto a libra esterlina, com o objetivo de evitar desestabilizar suas relações financeiras com os Estados Unidos. O Japão, que disputava com Lancashire os mercados mundiais de têxteis, abandonou, como

a Grã-Bretanha, o padrão ouro, mas não aderiu à área da libra. As externalidades em rede, que haviam induzido os países a estabelecer um padrão monetário comum no cenário da economia mundial integrada de fins do século XIX, faziam-se sentir com menor influência no fragmentado mundo econômico da década de 30.

E esse sistema monetário internacional tripolar também não era particularmente estável. A desvalorização da moeda pela Grã-Bretanha e seus parceiros na área da libra, aliada à adoção do controle do câmbio pela Alemanha e seus vizinhos na Europa oriental, minou o balanço de pagamentos dos países que continuavam praticando o padrão ouro. Estes foram obrigados a impor medidas monetárias e fiscais restritivas para defender suas reservas, o que fez cair ainda mais seus níveis de atividade econômica. Cresceram as pressões políticas pretendendo abrandar essas políticas de austeridade. Os “traders” começaram a vender moedas lastreadas em ouro, prevendo uma mudança iminente de política. Ao sofrer quedas em suas reservas, os bancos centrais foram obrigados a elevar suas taxas de juro, agravando o desemprego e intensificando a pressão pela desvalorização, que era a causa da fuga de capitais. Por fim, cada país membro do *bloco do ouro* foi obrigado a suspender a conversibilidade e desvalorizar sua moeda. A vitória de Franklin Delano Roosevelt sobre Herbert Hoover na eleição presidencial norte-americana de 1932 deveu-se em não pequena medida às conseqüências macroeconômicas da determinação de Hoover a defender o padrão ouro. Uma das primeiras medidas adotadas pelo novo presidente foi fazer com que os Estados Unidos abandonassem o padrão ouro, num esforço para deter a queda dos preços. Diariamente, e durante nove meses sucessivos, Roosevelt elevou o preço do dólar pelo qual a *Companhia Financeira de Reconstrução* adquiria ouro, fazendo com que a moeda perdesse 40% de seu valor em relação às moedas dos países do padrão ouro. Embora a desvalorização do dólar tivesse ajudado a conter a crise no sistema bancário norte-americano e a colocar os Estados Unidos no caminho da recuperação, essa medida foi sentida por outros países como uma deterioração em suas posições competitivas. Assim, intensificaram-se as pressões sobre os demais membros do bloco do ouro. A Tchecoslováquia promoveu sua desvalorização em 1934, a Bélgica em 1935, a França, a Holanda e a Suíça em 1936. Através desse processo caótico, o padrão ouro cedeu espaço, mais uma vez, à adoção de taxas flutuantes.

Desta vez, porém, em contraste com o episódio das taxas de câmbio livremente flexíveis registrado na primeira metade da década de 20, os governos fizeram intervenções no mercado cambial. Foram criadas as *Contas de Equalização Cambial* para desempenhar esse papel. Geralmente, elas “se

inclinavam contra o vento”, comprando uma moeda quando sua taxa de câmbio caía e vendendo-a quando ela registrava uma valorização. Às vezes, os governos vendiam ativos nacionais com o objetivo de fazer baixar a taxa de câmbio e proporcionar uma vantagem competitiva para os produtores.

A EXPERIÊNCIA DA FLUTUAÇÃO:
O CONTROVERTIDO CASO DO FRANCO

A década de 20, o primeiro período no século XX durante o qual se permitiu a livre flutuação das taxas de câmbio, teve um profundo impacto na percepção dos arranjos monetários. As taxas flutuantes foram alvo de críticas por sua volatilidade e susceptibilidade à especulação desestabilizadora — ou seja, por sua tendência a ser perturbada por vendas e compras especulativas (“fluxos de dinheiro quente”, como eram denominados) desvinculadas dos fundamentos econômicos.

Desapontadas com os resultados dessa experiência, as autoridades procuraram evitar sua repetição. Com a retomada da flutuação depois do colapso do padrão ouro no período do entreguerras, os governos intervieram para limitar as flutuações das moedas. Na década de 30, a flutuação foi administrada justamente em razão da insatisfação com seu desempenho na década anterior. E quando, depois da Segunda Guerra Mundial, chegou o momento de reconstruir o sistema monetário internacional, não houve hesitação em aplicar controles sobre os fluxos de capital internacionais. Não resta dúvida de que os eventos da década de 20 ainda estavam presentes na lembrança.

O relato definitivo sobre a experiência do período do entreguerras foi um estudo da Liga das Nações produzido pelo economista Ragnar Nurkse, cuja publicação coincidiu com as negociações de Bretton Woods envolvendo a criação da ordem monetária internacional pós-Segunda Guerra Mundial.⁴ Em seu trabalho, Nurkse faz uma crítica abrangente das taxas flutuantes. Ele se valeu da tipicidade do exemplo do franco francês, sobre o qual escreveu:

A história do franco francês do pós-guerra até o final de 1926 fornece um exemplo instrutivo das variações totalmente livres e não controladas das taxas de câmbio [...] Os perigos de [...] movimentos cumulativos e auto-agravantes sob um regime cambial em livre flutuação são claramente demonstrados pela experiência fran-

⁴ Nurkse (1944). Este é o influente estudo citado no cap. 2 com referência ao número de violações das regras do jogo por bancos centrais no período entre as guerras.

cesa [...] Movimentos auto-agravantes, em vez de promover um ajuste na balança de pagamentos, tendem a intensificar qualquer desequilíbrio inicial e produzir o que pode ser denominado condições “explosivas” de instabilidade [...] Podemos, em particular, lembrar o exemplo do franco francês no período de 1924 a 1926.

É difícil imaginar uma condenação mais enfática. Mas, à medida que as memórias dos traumas no período entre as guerras começaram a se transformar em uma lembrança distante, revisionistas começaram a questionar a visão de Nurkse. Entre esses, o mais destacado foi Milton Friedman, observando que a crítica às taxas flutuantes feita por Nurkse repousava quase inteiramente apenas no comportamento do franco, questionando mesmo se o caso da moeda francesa daria suporte à interpretação de Nurkse. “As evidências oferecidas por Nurkse não justificam nenhuma conclusão incontestável”, escreveu Friedman. “Na verdade, com base unicamente nos dados utilizados, elas me parecem claramente menos favoráveis à conclusão tirada por Nurkse, de que a especulação foi desestabilizadora, do que à conclusão oposta, de que a especulação foi estabilizadora.”⁵

Tanto Friedman como seus seguidores não discordaram de Nurkse por ele ter caracterizado como volátil a taxa de câmbio do franco, mas eles argumentaram que sua volatilidade era simplesmente um reflexo da volatilidade das políticas monetária e fiscal. A taxa de câmbio havia se mostrado instável porque as políticas haviam sido instáveis. Para esses autores, a história do franco não oferece justificativas para duvidar de que taxas flutuantes podem funcionar satisfatoriamente quando as políticas monetária e fiscal são definidas de maneira sensata e coerente.

Nurkse, porém, havia proposto um diagnóstico específico para as dificuldades inerentes às taxas flutuantes — ele afirmara que elas estavam sujeitas a “movimentos cumulativos e auto-agravantes” que tendiam a “intensificar qualquer desequilíbrio inicial”. Não havia, portanto, desacordo em relação à instabilidade das políticas. As diferenças estavam centradas no argumento de Nurkse de que a instabilidade nas políticas era em si mesma induzida, ou pelo menos agravada, pelas flutuações na taxa de câmbio; seus críticos opunham o argumento de que a instabilidade nas políticas era a causa, e a instabilidade da taxa de câmbio, sua consequência. Segundo o ponto de vis-

⁵ Friedman (1953), p. 176. Leland Yeager (1966), p. 284, na mesma linha, sugeriu que “os detalhes históricos [...] comprometem as conclusões [de Nurkse]”.

ta dos críticos, a taxa de câmbio era decorrente das políticas, ao passo que Nurkse enxergava a relação de causalidade também no sentido inverso.

Friedman e outros analistas têm pouca dificuldade em explicar a evolução dos acontecimentos de 1924.⁶ A inflação e a desvalorização da moeda na França nesse período são explicáveis em termos dos grandes déficits orçamentários derivados do financiamento dos custos de reconstrução do pós-guerra e assumido através de compras de dívidas do governo pelo Banco da França. A desvalorização acelerava a cada vez que novas informações tornavam-se disponíveis sobre a dimensão provável dos déficits orçamentários e como eles seriam financiados.

Esses déficits persistiram por mais de meia década. Novos programas sociais eram reivindicados pelos homens e mulheres que haviam defendido a nação francesa. O elevado custo de reparação das estradas, ferrovias, minas, fábricas e casas destruídas nos dez *départements* do Nordeste, onde haviam ocorrido os combates mais destrutivos, constituíam um ônus adicional para as autoridades fiscais. Ao mesmo tempo, as receitas eram pequenas em virtude do ritmo lento da recuperação. Discordâncias sobre quais programas sociais deveriam ser cortados e quais impostos deveriam ser aumentados resultaram em um demorado impasse fiscal. Os partidos de esquerda exigiam maiores impostos sobre o capital e sobre os ricos; os de direita pediam reduções nos gastos sociais. Enquanto não se conseguia um acordo, a inflação e a desvalorização da moeda persistiam.

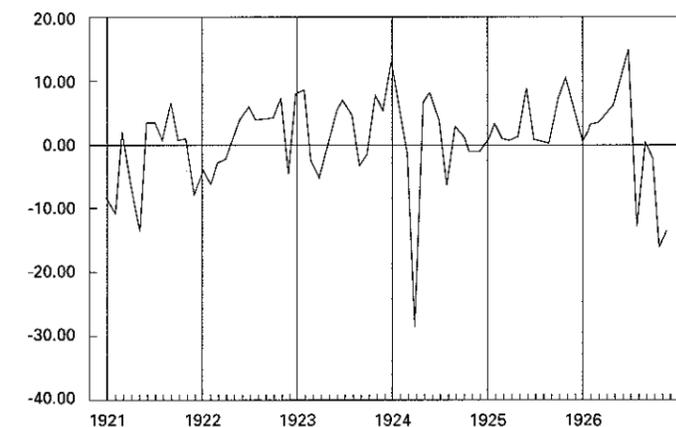
O governo francês era obrigado, por uma lei de 1920, a pagar anualmente 2 bilhões de francos de todos os empréstimos tomados junto ao banco central. Uma vez que isso exigia superávits orçamentários, essa legislação estabilizou as expectativas no campo da política fiscal e fortaleceu a confiança na moeda. Entretanto, era mais fácil determinar que os pagamentos fossem feitos do que efetivamente honrá-los. Repetidamente, o governo deixou de cumprir o prazo estipulado para seu pagamento anual, e mesmo quando obedeceu a letra da lei, desrespeitou seu espírito, ao financiar seus pagamentos ao banco central tomando empréstimos junto a bancos privados aos quais o banco central concedia empréstimos. Em 1922, esse recurso trapaceiro havia ficado evidente e a desvalorização da moeda se acelerou.

⁶ O mais completo relato e análise do comportamento do franco na década de 20 continua sendo o de Dulles (1929).

Para tornar ainda mais complicada a disputa em torno da questão dos impostos, havia o conflito envolvendo a contribuição da Alemanha para com a reconstrução da economia francesa. Uma decisão de aumentar os impostos iria contra o argumento de que o inimigo derrotado deveria financiar os custos de reconstrução da França. A posição francesa era de que a nação tinha sofrido tanto com a guerra que não dispunha dos recursos para financiar sua reconstrução. A França argumentava que os déficits no orçamento eram prova desse fato. Quanto maiores os déficits e mais rápido o avanço da inflação e a desvalorização da moeda que eles provocavam, mais forte resultava a posição de negociação da França.

No curso de 1924, as flutuações do franco foram moldadas pelo curso dessas negociações. Cada vez que parecia que reparações substanciais viriam a ser honradas, os analistas recalculavam para menos suas previsões sobre os déficits orçamentários franceses e suas expectativas de inflação e desvalorização da moeda. Por exemplo, o franco registrou uma valorização em 1921, quando os Aliados concordaram em obrigar a Alemanha ao pagamento de US\$ 31 bilhões. A expectativa se frustrou em junho de 1922, quando uma comissão de especialistas submeteu à Comissão de Reparações uma avaliação pessimista sobre a capacidade da Alemanha de honrar o compromisso (ver gráfico 3.2).

Gráfico 3.2
Taxas de câmbio nominais: franco francês-dólar americano, 1921-26
(variação percentual mensal)



Fonte: Federal Reserve Board (1943). Nota: A taxa de câmbio foi definida de tal forma que um aumento indica uma desvalorização do franco francês. As linhas verticais representam o mês de janeiro de cada ano.

Aproximadamente nessa época, ficou claro que o novo primeiro-ministro francês, Raymond Poincaré, em vez de mostrar-se aberto a um compromisso, estava disposto a obter as reparações pela força. Para cumprir essa ameaça, em janeiro de 1923 os exércitos francês e belga invadiram o Ruhr. Essa região produzia 70% do carvão, ferro e aço da Alemanha, tornando-a uma óbvia fonte de reparações em espécie. Nos primeiros meses da ocupação, o franco registrou uma valorização, refletindo as expectativas de que a ocupação viria a se constituir em solução para o problema orçamentário francês. Como ficou evidente que a resistência passiva da Alemanha estava frustrando o esforço para obter o pagamento à força, o terreno que havia sido conquistado foi perdido. Os trabalhadores alemães recusavam-se a cooperar com os exércitos de ocupação e seu governo imprimiu quantidades astronômicas de dinheiro na forma de papel-moeda (em determinadas ocasiões apenas em um dos lados das cédulas para poupar tempo e capacidade de impressão) para pagar seus salários. Assim, quando os esforços emperraram e não se concretizaram os resultados esperados da expedição militar, o franco voltou a cair, e dessa vez mais rapidamente do que antes, em consequência do custo extra das operações de um exército de ocupação.

Quando se vislumbrou a possibilidade de um acordo sobre as reparações, no final de 1923, o franco registrou uma estabilização. Foi nomeada uma comissão sob a presidência de Charles Dawes, um banqueiro norte-americano, para intermediar um compromisso. Assim que se tornou evidente que a Comissão Dawes estava disposta a recomendar o adiamento da maior parte dos pagamentos das reparações, o franco voltou a registrar uma desvalorização. Pelo segundo ano consecutivo, o governo pediu ao Parlamento que promulgasse uma lei especial isentando-o da obrigação de pagar sua dívida de 2 bilhões de francos dos empréstimos tomados junto ao banco central, desmoralizando o mercado.

Por fim, chegou-se a um compromisso envolvendo as reparações substanciadas no Plano Dawes. A Alemanha comprometia-se a realizar pagamentos anuais no montante de aproximadamente 1% de sua renda nacional. O valor absoluto das transferências cresceria com a expansão da economia alemã. Além de suplementar outras fontes de receitas do governo francês, o acordo tornava o cenário internacional suficientemente claro para que as autoridades francesas atacassem seus problemas fiscais sem enfraquecer sua posição internacional. Com o acordo, foram eliminadas as vantagens de retardar a negociação de um acordo no plano doméstico com o objetivo de fortalecer a posição do país em suas negociações com a Alemanha. O Bloco Nacional, uma coalizão de partidos de centro-direita, teve sucesso em aumentar os

impostos sobre a circulação de mercadorias e sobre o consumo em cerca de 20%. O equilíbrio orçamentário foi restaurado. Os empréstimos tomados pelo Estado caíram de 3,8 bilhões de francos de antes da guerra em 1923 para 1,4 bilhões em 1924 e 0,8 bilhão em 1925. Isso permitiu que o governo levantasse empréstimos de US\$ 100 milhões através do J. P. Morgan and Co., um banco de investimentos de Nova York, e de mais de US\$ 20 milhões através do Lazard Frères, de Londres. A taxa de câmbio melhorou abruptamente.⁷

Se esse tivesse sido o final da história, as críticas contra Nurkse teriam uma base sólida para sustentar que a instabilidade do franco simplesmente foi um reflexo da instabilidade nas políticas francesas. Mas, a despeito da restauração do equilíbrio no orçamento e da eliminação das mais sérias fontes de incerteza quanto às reparações de guerra, o franco retomou sua desvalorização em 1925. Do patamar de 19 francos por dólar no início do ano, a moeda francesa caiu para 28 francos por dólar no fim de 1925 e 41 francos por dólar em julho de 1926. Os "traders" vendiam francos prevendo mais quedas, provocando a própria desvalorização que temiam. Quanto mais a taxa de câmbio divergia de sua paridade no período anterior à guerra, tornava-se menos provável que o governo estivesse preparado para impor a deflação radical necessária para restaurar o nível de preços e a taxa de câmbio anterior à guerra; na prática, aqueles que contemplavam as perspectivas de uma desvalorização tinham apenas uma aposta de mão única. À medida que os responsáveis pela fixação de salários e preços passaram a encarar a desvalorização como permanente, os impactos da desvalorização da moeda na inflação ganharam velocidade. Somente depois de perder mais da metade de seu valor remanescente é que o franco foi finalmente estabilizado, um ano e meio mais tarde, tendo, aparentemente, sofrido precisamente o "movimento cumulativo e de auto-agravamento" mencionado na advertência de Nurkse.⁸

⁷ Isso é evidente no pico descendente mostrado no gráfico 3.2. Há duas interpretações para essa mudança de cenário. Uma é que o governo usou esses recursos para intervir no mercado de câmbio adquirindo francos e, dessa forma, dando uma dura lição aos especuladores que haviam negociado vendas da moeda francesa a descoberto, prevendo uma desvalorização ainda maior. A outra é que os fundamentos do mercado haviam mudado: equilíbrio fiscal, um acordo envolvendo as reparações de guerra e um empréstimo garantindo a obtenção de moeda forte em volume suficiente para defender a taxa de câmbio — tudo se somou, oferecendo razões sólidas para a mudança de sentimento no mercado.

⁸ Essa é a conclusão de Pierre Sicsic (1992) em sua análise do episódio.

Infelizmente, para aqueles que acreditam que esse episódio sustenta a hipótese de uma especulação desestabilizadora, uma segunda interpretação é igualmente coerente com os fatos. Embora não possamos encontrar evidências de instabilidade nas políticas correntes, nas estatísticas orçamentárias ou na velocidade de criação de dinheiro, podem ter existido razões para prever um ressurgimento da instabilidade.⁹ O Plano Dawes havia estabelecido os termos de um acordo para o conflito envolvendo as reparações de guerra entre a França e a Alemanha, mas não havia colocado um ponto final na disputa doméstica em torno dos impostos. Os aumentos nos impostos indiretos adotados em 1924 pelo governo de centro-direita de Poincaré enfrentaram oposição por parte da esquerda. A coalizão de Poincaré foi derrubada em eleições realizadas naquele ano e substituída por um governo de centro-esquerda liderado por Édouard Herriot, que era mais conhecido por sua biografia de Beethoven do que por alguma competência em questões econômicas. Os investidores temiam que o novo governo fosse substituir o imposto indireto de Poincaré por outro, sobre a riqueza e a renda — fixando em 10% uma *taxação sobre o capital*, pagável ao longo de dez anos. O Senado, dominado por representantes de membros abastados da sociedade eleitos por conselhos locais, derrubou o governo de Herriot com um voto de desconfiança na primavera de 1925. Cinco governos minoritários ineficazes se sucederam ao longo dos catorze meses seguintes. Durante todo esse período, permaneceu a possibilidade da adoção de uma taxa sobre o capital. Em maio de 1926, reportando sobre sua viagem à Europa, Benjamin Strong, do Federal Reserve Bank de Nova York, comentou os rumores de que o governo seria dissolvido em favor de mais um governo encabeçado por Herriot, “que, naturalmente, teria o apoio dos partidários de Blum [socialistas], que defendem tão vigorosamente a taxa sobre o capital. Se essa ala vier a assumir o governo, a situação ficará, sem dúvida, muito pior. O povo francês ficaria amedrontado, e temo que a rejeição ao franco crescerá”.¹⁰

Procurando se proteger, cidadãos abastados valeram-se de artifícios para levar seus ativos para fora do país. Eles converteram *consols*, assim como outros ativos denominados em francos, em títulos denominados em libras e dólares, e em depósitos bancários em Londres e Nova York. A conversão em

⁹ Isso foi defendido por Prati (1991) e Eichengreen (1992b).

¹⁰ Citado em Eichengreen (1992c), p. 93. Da mesma forma, Thomas Sargent (1983) enfatiza a persistência do temor da taxa sobre o capital como o motivo para a fuga de capitais.

libras esterlinas e dólares fez com que o franco despencasse. E quanto mais investidores transferiam seus ativos para fora do país, mais forte se tornava o estímulo para que outros fizessem o mesmo. A fuga desses ativos reduziu a base sobre a qual poderia ser aplicada a taxa sobre o capital, o que implicaria impostos mais elevados sobre os ativos que permaneciam no país. Assim como uma corrida de depositantes para sacar suas economias provocada pela visão de uma fila às portas de um banco, a onda de rejeição ao franco, uma vez posta em movimento, passou a alimentar-se a si mesma.

Por fim, a esquerda não obteve a maioria parlamentar necessária à aprovação da taxa sobre o capital. Mas isso só ficou evidente no verão de 1926. Nos estágios derradeiros da crise, entre outubro de 1925 e julho de 1926, havia, em média, um novo ministro das Finanças a cada cinco semanas. As conseqüências para a confiança eram previsíveis. “Toda a França, hoje, está fervilhando de ansiedade”, era como um jornal caracterizava a situação.¹¹

“A crise do franco” foi finalmente solucionada em julho de 1926 por uma sociedade que se cansara do caos financeiro. Dez anos de inflação haviam feito o cidadão francês comum aceitar uma solução intermediária. Poincaré voltou ao poder para comandar um governo de união nacional. Atuando como seu próprio ministro das Finanças e tendo recebido plenos poderes para conduzir a política econômica, ele decretou um aumento simbólico nos impostos indiretos e cortes nos gastos públicos. E, o mais importante, a consolidação política tirou de uma vez por todas a taxa sobre o capital da agenda fiscal. A recuperação do franco foi imediata. Os fundos que haviam buscado refúgio no exterior foram repatriados e a moeda se estabilizou.

Como fica, então, o debate em torno da especulação desestabilizadora? Não resta dúvida de que a desvalorização do franco em 1925-26 refletiu as expectativas dos “traders” de moedas de futuros desequilíbrios macroeconômicos (o ressurgimento dos déficits fiscais e a monetização por parte do Banco da França). A questão que se coloca é se o ressurgimento dos déficits foi, em si mesmo, uma função das — e, portanto, condicionado às — vendas especulativas de francos, o que fez com que a inflação se acelerasse e o valor real dos impostos recolhidos caísse em relação aos gastos públicos (como sugere a teoria da especulação desestabilizadora de Nurkse), ou se aqueles déficits orçamentários e a inflação refletiram a ausência de uma solução para o conflito distributivo e teriam ressurgido mesmo na ausência de ataques especulativos. Em algum nível, é inevitável que esse debate permaneça não resol-

¹¹ Citado em Eichengreen (1992a), p. 182.

vido, em vista da impossibilidade de efetivamente observar as expectativas dos "traders" de moedas.

Assim, tanto os defensores como os críticos de *taxas de câmbio flutuantes* poderiam citar a primeira metade da década 20 em defesa de seus argumentos. A questão é: por que predominou a visão negativa? Poderíamos argumentar que a história recente sempre tende a ser mais influente — que os temores de instabilidade em um cenário de taxas flutuantes predominaram sobre os temores em relação à fragilidade do câmbio fixo porque a primeira experiência era mais recente. Mais fundamentalmente, os observadores não perceberam que as circunstâncias políticas sem precedentes que permitiram a irrupção de instabilidade num regime de câmbio flutuante constituíam ameaças igualmente sérias ao câmbio fixo inerente ao padrão ouro. A simples restauração do padrão ouro não eliminou as pressões políticas que haviam estimulado os fluxos de capital especulativos. Os conflitos em torno da incidência da taxa e dos custos do desemprego resultantes das políticas do banco central, que haviam se aguçado a partir da guerra, não podiam ser eliminados com a taxa cambial fixa. A lição que *deveria* ter sido tirada da experiência com as taxas flutuantes era de que, inevitavelmente, o novo padrão ouro não teria a credibilidade e a durabilidade de seu predecessor de antes da guerra.

A RECONSTRUÇÃO DO PADRÃO OURO

Seja como for, a experiência da primeira metade da década de 20 nos mostra ter havido um reforço no desejo de ressuscitar o padrão ouro dos anos anteriores à guerra. Aqueles que acreditavam que as taxas flutuantes tinham sido desestabilizadas pela especulação defendiam incansavelmente o padrão ouro para impedir que os "traders" de moedas desempenhassem, novamente, esse papel nefasto. Aqueles que culpavam as políticas erráticas consideravam a restauração da conversibilidade ao ouro como uma maneira de impor disciplina aos governos. A descrição que Wicker faz dos Estados Unidos na década de 20 pode ter uma aplicação mais ampla: "uma moeda 'sadia' e a conversibilidade ouro doméstica eram indistinguíveis e constituíam a base da opinião pública em relação às questões monetárias".¹²

O evento crucial foi a retomada da conversibilidade pela Grã-Bretanha. O que a Grã-Bretanha conseguiu restaurar em 1925 foi a conversibilidade ao preço vigente antes da guerra: 3 libras, 17 xelins e 9 *pence* por onça de ouro com teor de pureza 0,999. Uma vez que os Estados Unidos não haviam

¹² Wicker (1966), p. 19.

alterado o preço do ouro em dólares, a volta à paridade anterior à guerra implicava também o retorno à taxa de câmbio entre o dólar e a libra esterlina naquele período (4,86 dólares por libra). Com o objetivo de tornar essa taxa defensável, os preços britânicos tinham de ser reduzidos, se não até seu nível no período anterior à guerra, então pelo menos a um patamar algo acima daquele dos preços vigentes nos Estados Unidos.

A transição foi conduzida gradualmente para evitar movimentos de deflação rápida. Os preços britânicos haviam caído acentuadamente no período de 1920-21, quando houve cortes nos gastos do governo para prevenir que o crescimento explosivo do pós-guerra escapasse de controle; ao mesmo tempo, o Banco da Inglaterra havia elevado sua taxa de redesconto para evitar que a libra sofresse uma queda ainda maior frente ao dólar. A elevação nas taxas de juro e a queda nos preços eram recessivas; no prazo de um ano, o percentual de trabalhadores com carteira assinada registrados como desempregados havia subido de 2% para 11,3%. Desses eventos extraiu-se a lição de que seria desejável conduzir a transição de modo gradual, e não abrupto.

Restava, ainda, um longo caminho a percorrer. Os Estados Unidos haviam feito cortes em seus gastos públicos depois do armistício e elevado as taxas de juro para refrear o crescimento excessivo da economia. Benjamin Strong, o presidente do recém-instituído Federal Reserve Bank de Nova York, julgou aconselhável levar o nível de preços nos Estados Unidos de volta ao seu patamar de 1913. No verão de 1920, no auge do crescimento explosivo na economia norte-americana, eram baixos os estoques de ouro do Federal Reserve System; a taxa de cobertura caiu perigosamente para perto do piso obrigatório de 40%. O Fed adotou duras políticas deflacionárias visando aumentar suas reservas.

Essa decisão intensificou as pressões sobre o Banco da Inglaterra. Era muito mais difícil baixar o nível de preços britânicos em relação ao norte-americano num momento em que os preços estavam em queda nos Estados Unidos. O Banco da Inglaterra foi obrigado a adotar políticas ainda mais restritivas para valorizar a libra frente ao dólar, em face das políticas mais restritivas adotadas pelo Federal Reserve.

Depois que o nível de preços parou de cair, em 1922, melhoraram as perspectivas para a Grã-Bretanha. O Banco da Inglaterra conseguiu manter um progresso lento, porém contínuo, durante alguns anos. Mas a lei do Parlamento suspendendo a vigência do padrão ouro na Grã-Bretanha expirou no final de 1925. O governo conservador ficaria embaraçado se, ao final do longo período de sete anos após o final da guerra, não tivesse obtido sucesso em restaurar a conversibilidade. Diversos aliados tradicionais da Grã-Bre-

tanha, entre eles a Austrália e a África do Sul, sinalizaram sua intenção de restaurar a conversibilidade independentemente de a Grã-Bretanha se decidir a fazê-lo; a quebra de uma posição comum deixaria Londres ainda mais embaraçada.

Em 1924, o Federal Reserve Bank de Nova York baixou sua taxa de redesconto por determinação de Benjamin Strong para ajudar a Grã-Bretanha a voltar ao seio do padrão ouro.¹³ Como o capital passou a fluir de Nova York para Londres em busca de rendimentos mais elevados, a libra registrou uma valorização. Percebendo que os conservadores seriam obrigados a tomar medidas em função do fim da vigência da Lei do Ouro e da Prata (Controle de Exportações), no final de 1925, os mercados começaram a aumentar, antecipadamente, a cotação da moeda.¹⁴ No início de 1925, a libra estava sendo cotada em torno de sua paridade antes da guerra e o governo anunciou a retomada dos pagamentos em ouro em 25 de abril. Mas a relação entre os preços na Grã-Bretanha e no exterior não tinha sido restaurada. O fato de o câmbio ter mudado de patamar antes do nível de preços significa que os preços britânicos estavam excessivamente elevados, gerando dificuldades competitivas para os exportadores de produtos têxteis de Lancashire e para as companhias do setor químico que competiam com exportadores de outros países. A *supervalorização* da libra fez cair a demanda por produtos britânicos, agravando o desemprego. Isso provocou uma drenagem de ouro do Banco da Inglaterra, obrigando-o a elevar as taxas de juro mesmo à custa de provocar uma depressão na economia. O crescimento lento e o desemprego da ordem de dois dígitos que penalizaram a economia britânica no restante da década são comumente atribuídos à decisão de restaurar a paridade do período anterior à guerra.

Keynes estimou que a libra estava supervalorizada em 10% a 15%. No livro *Economic Consequences of Mr. Churchill* (1925), ele lamentou a decisão. Os detalhes dos cálculos de Keynes foram posteriormente contestados. De uma diversidade de índices de preços disponíveis para os Estados Unidos, ele casualmente optou por analisar aqueles referentes ao estado de Massachusetts e que mais se afastavam de um nível de preços nacional.¹⁵ Entretanto, mesmo

¹³ Ver Howson (1975), cap. 3.

¹⁴ Essa é a visão do episódio modelada por Marcus Miller e Alan Sutherland (1994).

¹⁵ Sobre o debate e os diferentes índices de preços disponíveis à época, ver Moggridge (1969). Pesquisadores modernos refinaram esses cálculos, comparando os preços britânicos não apenas com os preços norte-americanos, mas com a taxa de câmbio efetiva real média

considerando que outros índices mais representativos sugerissem uma supervalorização um pouco menor — da ordem de 5% ou 10%, e não de 15% —, a conclusão qualitativa se mantinha.

Por que teria o governo se mostrado disposto a negligenciar esses fatos? Sir James Grigg, secretário particular de Winston Churchill, o ministro das Finanças, refere-se a um jantar durante o qual defensores e oponentes do retorno ao padrão ouro procuraram influenciar a posição do ministro.¹⁶ Tanto Keynes como Reginald McKenna, que havia, inclusive, ocupado anteriormente o posto de ministro e posteriormente a presidência do Midland Bank, argumentaram que, com a supervalorização, os preços dos produtos britânicos perderiam sua competitividade nos mercados internacionais e que os cortes salariais, que se fariam necessários para compensar aquele encarecimento, provocariam protestos dos trabalhadores. Churchill pode ter decidido manter sua política apesar desses argumentos, sugere Grigg, porque Keynes não estava em seus melhores momentos e não defendeu sua posição de maneira convincente. Um conflito de temperamentos entre a personalidade forte de Churchill e Keynes pode ter resultado em que o ministro desconsiderasse as recomendações do professor. Além disso, Churchill pode também ter receado que o retorno ao padrão ouro a uma cotação desvalorizada esvaziaria a política de seus benefícios. Segundo essa linha de argumentação, para que o compromisso da Grã-Bretanha em relação ao ouro merecesse credibilidade, a conversibilidade teria de ser restaurada ao nível da paridade vigente antes da guerra. Uma modificação na paridade sinalizaria que as autoridades poderiam estar dispostas a repetir a mudança. Governos, bancos centrais, empresas e investidores de outros países mantinham depósitos em libras esterlinas em Londres e ali fechavam negócios financeiros internacionais. Uma desvalorização da libra, mesmo sob circunstâncias excepcionais, faria com que essas instituições reconsiderassem suas estratégias de investimentos. A perda de negócios financeiros internacionais prejudicaria a Grã-Bretanha e seus interesses financeiros. Uma política de juros particular, que refletia o triunfo dos interesses financeiros sobre um setor industrial estagnado, pode, dessa maneira, ter influenciado nas decisões dos políticos.

A retomada do padrão ouro pela Grã-Bretanha foi o sinal para que outros países acompanhassem a decisão. Austrália, Nova Zelândia, Hungria e Danzig

dos níveis de preços vigentes nos diferentes países com os quais os produtores britânicos competiam. Ver Redmond (1984).

¹⁶ Grigg (1948), pp. 182-4.

também adotaram imediatamente o padrão ouro. Nos países em que os preços haviam registrado altas muito acentuadas em consequência do processo inflacionário durante e após a guerra, a redução dos mesmos aos níveis anteriores à guerra teria provocado uma enorme redistribuição dos devedores para os credores, e estava, portanto, descartada. Por essa razão, quando Itália, Bélgica, Dinamarca e Portugal voltaram a adotar o padrão ouro, esses países, assim como a França, o fizeram a um câmbio desvalorizado (isto é, tornando o ouro mais caro para compra com suas moedas domésticas). A experiência subsequente desses países, em comparação com a da Grã-Bretanha, pode ser usada para testar a tese de que a restauração da paridade ao nível vigente antes da guerra resultou em aumento da credibilidade.

Em 1926, o padrão ouro havia sido adotado em 39 países.¹⁷ Em 1927, a reconstrução do sistema estava praticamente concluída. A França não havia legalizado a decisão de dezembro de 1926 de estabilizar o franco ao câmbio predominante, uma medida tomada finalmente em junho de 1928. E países na orla da Europa, no Báltico e nos Bálcãs, ainda não tinham restaurado a conversibilidade. A Espanha nunca o faria. Tanto a China como a União Soviética também não queriam entrar para o clube do padrão ouro. Mas, apesar dessas exceções, o padrão ouro voltou a reinar em grande parte do mundo.

O NOVO PADRÃO OURO

As moedas de ouro haviam praticamente desaparecido de circulação durante a Primeira Guerra Mundial. Somente nos Estados Unidos uma parcela significativa do dinheiro — 8% do meio circulante — era constituída de moedas de ouro. Os governos do pós-guerra esperavam que a já escassa oferta mundial de ouro iria se estreitar ainda mais se o metal ficasse concentrado nos cofres dos bancos centrais. Para assegurar que o ouro não circulasse, os governos entregavam o metal apenas àqueles que possuíssem dinheiro suficiente para comprar grandes quantidades de ouro. Para adquirir a quantidade mínima de 400 onças de ouro fino exigida pelo Banco da Inglaterra era necessário um investimento de aproximadamente 1.730 libras esterlinas (US\$ 8.300). Outros países impuseram restrições similares.

Outro artifício empregado para aumentar ainda mais a disponibilidade de reservas em ouro (assegurando os tradicionais níveis de lastro para uma expansão dos meios de pagamento) foi ampliar a prática adotada no período anterior à guerra — de suplementar as reservas de ouro com divisas es-

¹⁷ Ver Brown (1940), vol. 1, p. 395.

trangeiras — para transformar o padrão ouro em um *padrão ouro-divisas*. Bélgica, Bulgária, Finlândia, Itália e Rússia foram os únicos países europeus que não haviam limitado a utilização de suas reservas em moeda estrangeira em 1914.¹⁸ Os países que haviam alcançado uma estabilização com a ajuda da Liga das Nações (e que, como condição para obter os empréstimos por ela patrocinados, reforçaram a independência de seus bancos centrais) alteraram os estatutos dessas instituições permitindo que as mesmas mantivessem a totalidade de suas reservas na forma de ativos externos remunerados. Outros países autorizaram seus bancos centrais a manter um determinado percentual fixo de suas reservas em moeda estrangeira.

O desejo de concentrar o ouro nos bancos centrais e de suplementá-lo com moeda estrangeira refletia os temores de uma escassez mundial do metal. A demanda por dinheiro em espécie e fiduciário tinha registrado um aumento em decorrência da alta nos preços e do crescimento da economia mundial. Os estoques de ouro, enquanto isso, haviam registrado um aumento muito pequeno. Os formuladores de políticas receavam que essa “escassez de ouro” impedisse a expansão dos meios de pagamento e que o aperto financeiro reduzisse a taxa de crescimento econômico.

Se havia escassez de ouro e seu preço era elevado, não poderiam os bancos centrais, individualmente, incrementar sua utilização de reservas cambiais? Na época, duvidou-se de que essa prática fosse viável. Um país que adotasse unilateralmente essa política poderia cair vítima de especuladores que passariam a vender sua moeda em troca de outra lastreada unicamente em ouro. Somente se todos os países concordassem em manter uma parte de suas reservas na forma de moeda estrangeira, eles estariam protegidos dessa ameaça. A existência de uma dificuldade de coordenação, portanto, impedia a mudança.

Problemas de coordenação são solucionados através de comunicação e cooperação. Na década de 20 foi realizada uma série de conferências internacionais com esse objetivo. A mais importante delas foi realizada em Gênova, em 1922.¹⁹ Essa conferência reuniu todos os principais países que haviam adotado o padrão ouro, com exceção dos Estados Unidos, cujo Congresso isolacionista considerou o encontro como uma fonte de complicações no plano internacional, da mesma forma que encarava a Liga das Nações,

¹⁸ Áustria, Dinamarca, Grécia, Noruega, Portugal, Romênia, Espanha e Suécia haviam autorizado seus bancos centrais e governos a manter moeda estrangeira como reservas, mas limitavam essa prática.

¹⁹ Para conhecer a história da Conferência de Gênova, ver Fink (1984).

na qual já havia vetado a participação do país. Sob a liderança da delegação britânica, uma subcomissão para questões financeiras elaborou um relatório preliminar recomendando que os países negociassem uma convenção internacional autorizando que seus bancos centrais mantivessem um volume ilimitado de reservas em moeda estrangeira.

O outro tema da Conferência de Gênova foi a cooperação internacional. Os bancos centrais receberam instruções para formular políticas “não só com vistas a conservar suas moedas ao par uma em relação às outras, como também com o objetivo de prevenir flutuações indesejáveis no poder de compra do ouro”.²⁰ (“O poder de compra do ouro” era uma expressão empregada para denotar o nível de preços. Uma vez que os bancos centrais fixavam o preço do ouro em moeda doméstica, o poder de compra do metal crescia à medida que o nível de preços caía.) Se os bancos centrais comessem a disputar as escassas reservas de ouro mundiais e, para isso, cada um deles elevasse suas taxas de juro numa tentativa de atrair ouro dos outros, nenhum deles teria sucesso (uma vez que seus aumentos nas taxas de juro se cancelariam mutuamente), mas os preços e a produção cairiam. Se eles harmonizassem suas taxas de redesconto em níveis mais adequados, a mesma distribuição internacional de reservas poderia ser alcançada sem provocar uma deflação desastrosa.

Keynes e Ralph Hawtrey (este na época diretor de estudos financeiros do Tesouro) desempenharam papéis importantes na elaboração das resoluções de Gênova, que, por isso, refletiram uma perspectiva britânica sobre as relações monetárias internacionais. Colônias britânicas como a Índia mantinham reservas em moeda estrangeira havia muito tempo; Londres, conseqüentemente, encarava o procedimento como uma solução natural para os problemas monetários do mundo. O Banco da Inglaterra havia participado da maioria dos eventos de cooperação entre bancos centrais antes da guerra e mantinha contato regular com os bancos da Commonwealth e das colônias; ele via esse tipo de cooperação a um só tempo como desejável e prático. As resoluções de Gênova refletiam o interesse próprio britânico: uma queda ainda maior nos preços mundiais, em conseqüência de reservas internacionais inadequadas, complicaria sua tentativa de restaurar a paridade da libra esterlina ao nível vigente antes da guerra. Tinha-se como certo que Londres, com sua estrutura financeira altamente desenvolvida, se tornaria um importante repositório de reservas cambiais, como havia sido no século XIX. A revitalização de seu

²⁰ Federal Reserve Bulletin (junho de 1922), pp. 678-80.

papel traria para a City (como já era denominado o bairro que abriga seu centro financeiro) as atividades bancárias de que ela muito necessitava. Esses negócios ajudariam a restabelecer o mecanismo de ajuste no balanço de pagamentos que havia funcionado tão admiravelmente antes da guerra.

A subcomissão que elaborou as resoluções financeiras da conferência de Gênova recomendou a realização de um encontro reunindo representantes de bancos centrais para acertar os detalhes. Isso, porém, nunca se realizou, devido à falta de apoio norte-americano. Embora os Estados Unidos tenham se negado a participar da Conferência de Gênova, funcionários do Federal Reserve ressentiram-se da decisão de atribuir ao Banco da Inglaterra a responsabilidade pela organização da conferência de cúpula de bancos centrais. Observadores norte-americanos questionaram a eficácia do padrão ouro-divisas e a necessidade de cooperação dos bancos centrais. Durante a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos tinham exportado “commodities” agrícolas e produtos manufaturados em troca de ouro e divisas estrangeiras. As reservas de ouro americanas haviam crescido de US\$ 1,3 bilhão em 1913 para US\$ 4 bilhões em 1923. Os Estados Unidos não precisaram promover uma deflação com o objetivo de restaurar a conversibilidade. Além disso, funcionários do recém-instituído Federal Reserve System podem ter abrigado a falsa noção de que os mecanismos do padrão ouro funcionavam automaticamente. Não tendo participado do gerenciamento do sistema antes da guerra, eles não reconheceram o papel desempenhado pelas reservas cambiais e pela cooperação entre bancos centrais.²¹

Por essas razões, a conferência de cúpula dos bancos centrais proposta nunca foi realizada. Os esforços para encorajar a cooperação entre bancos centrais e a utilização das reservas cambiais foram relegados a iniciativas pontuais e improvisadas. As tentativas de reconstruir o sistema monetário internacional sem base na realidade revelaram-se infrutíferas. Assim como ocorrera com o sistema vigente antes da guerra, o padrão ouro no período entre as guerras mundiais evoluiu gradualmente. Sua estrutura era a soma dos arranjos monetários nacionais, nenhum dos quais havia sido concebido em função de suas implicações para o funcionamento do sistema como um todo. Como já lamentara Nurkse, “o caráter pontual e casual da reconstrução monetária internacional lançou as sementes de sua posterior desintegração”.²²

²¹ Em especial, Benjamin Strong, presidente do Federal Reserve Bank de Nova York e principal figura nas relações monetárias internacionais norte-americanas na década de 20, tornou-se um crítico cada vez mais vigoroso do padrão ouro-reservas.

²² Ver Nurkse (1944), p. 117.

Tabela 3.1
Reservas de ouro em poder de bancos centrais e governos, 1913-35
(porcentagem do total)

País	1913	1918	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
Estados Unidos	26,6	39,0	44,4	45,7	44,4	44,3	41,6	37,4	37,8	38,7	35,9	34,0	33,6	37,8	45,1
Inglaterra	3,4	7,7	8,6	8,3	7,8	7,9	7,7	7,5	6,9	6,6	5,2	4,9	7,8	7,3	7,3
França	14,0	9,8	8,2	7,9	7,9	7,7	10,0	12,5	15,8	19,2	23,9	27,3	25,3	25,0	19,6
Alemanha	5,7	7,9	1,3	2,0	3,2	4,7	4,7	6,5	5,3	4,8	2,1	1,6	0,8	0,1	0,1
Argentina	5,3	4,5	5,4	4,9	5,0	4,9	5,5	6,0	4,2	3,8	2,2	2,1	2,0	1,9	2,0
Austrália	0,5	1,5	1,5	1,5	1,8	1,2	1,1	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4	a	a	a
Bélgica	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6	0,9	1,0	1,3	1,6	1,7	3,1	3,0	3,2	2,7	2,7
Brasil	1,9	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	1,1	1,5	1,5	0,1	n.d.	n.d.	0,1 ^b	0,1 ^b	0,1
Canadá	2,4	1,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,6	1,1	0,8	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
Índia	2,5	0,9	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2
Itália	5,5	3,0	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	3,1	2,4	1,6
Japão	1,3	3,3	7,0	6,5	6,4	6,1	5,7	5,4	5,3	3,8	2,1	1,8	1,8	1,8	1,9
Holanda	1,2	4,2	2,7	2,3	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	3,2	3,5	3,1	2,6	2,0
Rússia-URSS	16,2	-	0,5	0,8	1,0	0,9	1,0	0,9	1,4	2,3	2,9	3,1	3,5	3,4	3,7
Espanha	1,9	6,3	5,6	5,5	5,5	5,4	5,2	4,9	4,8	4,3	3,8	3,6	3,6	3,4	3,3
Suíça	0,7	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	4,0	4,0	3,2	2,9	2,0
Demais países	9,9	7,8	7,1	6,9	7,4	7,3	7,4	7,3	7,0	6,3	6,4	6,0	6,9	6,7	6,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Hardy (1936), p. 93.

^a Menos de 0,05 de 1%.

^b Bolívia, Brasil, Equador e Guatemala.

OS PROBLEMAS DO NOVO PADRÃO OURO

Na segunda metade da década de 20, as moedas eram novamente convertíveis em ouro a preços domésticos fixos, e a maior parte das restrições significativas às transações internacionais envolvendo capital e ouro havia sido suprimida. Esses dois elementos combinaram-se, como antes da Primeira Guerra Mundial, estabilizando as taxas de câmbio entre as diferentes moedas nacionais e fazendo dos fluxos de ouro internacionais o meio definitivo de compensação no balanço de pagamentos.

Os anos de 1924 a 1929 foram um período de crescimento econômico e de forte demanda por dinheiro e crédito em todo o mundo. Depois da restauração do padrão ouro, a liquidez adicional exigida pela expansão da economia mundial tinha de ser baseada em um aumento no estoque de reservas internacionais. No entanto, o estoque mundial de ouro monetário tinha crescido apenas lentamente no curso da Primeira Guerra Mundial e na primeira metade da década de 20, a despeito da concentração dos estoques de ouro nos cofres dos bancos centrais. A proporção das reservas de ouro nos bancos centrais em relação a títulos e depósitos à vista caiu de 48%, em 1913, para 40%, em 1927.²³ Os bancos centrais foram obrigados a erguer uma superestrutura cada vez maior de obrigações sobre uma base limitada de ouro monetário.

Era particularmente desconcertante o fato de que dois países, França e Alemanha, absorveram quase todo o crescimento das reservas monetárias mundiais na segunda metade da década de 1920 (ver tabela 3.1). As reservas de ouro do Banco da França mais que dobraram entre 1926 e 1929. Ao final de 1930, haviam triplicado. No fim de 1931, quadruplicado. A França tornou-se o mais importante repositório mundial de ouro monetário, depois dos Estados Unidos. Essa avalanche de ouro indicava uma subvalorização do franco Poincaré (como era conhecida a moeda, em homenagem ao primeiro-ministro que havia presidido sua estabilização). Uma quantidade tão grande de ouro não teria inundado os cofres do Banco da França se o patamar de câmbio ao qual as autoridades francesas tinham decidido estabilizar sua moeda não houvesse proporcionado aos produtores domésticos uma vantagem competitiva indevida. Se eles tivessem permitido o livre jogo das forças de mercado, em vez de intervir para prevenir a valorização da moeda no final de 1926, um franco mais forte teria eliminado essa vantagem competitiva artificial e neutralizado as consequências para o balanço de pagamentos. Um franco mais valorizado teria baixado o nível de preços e, ao mesmo tempo, elevado o valor

²³ Liga das Nações (1930), p. 94.

real dos títulos e dos depósitos e tornado desnecessárias as importações de ouro. A França não se transformaria na cisterna para onde escoava o ouro do mundo, o que teria aliviado a pressão sobre o sistema internacional.

Por que teria o Banco da França adotado políticas tão perversas? Reagindo ao uso abusivo das linhas de crédito abertas por governos franceses anteriores, o Parlamento estabeleceu normas proibindo que o banco central concedesse créditos ao governo ou de alguma outra forma expandisse o componente de crédito doméstico da *base monetária*. A lei de 1928 através da qual a França adotara o padrão ouro não apenas a obrigava a manter um volume de ouro igual a, no mínimo, 35% de seus depósitos, como também limitava seu recurso a *operações de mercado aberto*. Em outro cenário, um banco central sujeito a uma norma exigindo um lastro de 35% poderia ter se valido de operações expansionistas de mercado aberto para aumentar o volume de moeda em circulação em quase três francos a cada vez que adquirisse um montante de ouro no valor de um franco. Mas o Banco da França estava impedido de fazê-lo pela lei de estabilização. A França não era um daqueles países nos quais as operações de mercado aberto eram amplamente utilizadas antes de 1913, como vimos no capítulo anterior. De novo, o que se julgava apropriado em termos de estrutura e operação do sistema no período entre as duas guerras mundiais era fortemente — ou excessivamente — condicionado pela experiência anterior à guerra.

O banco central francês conservou outros instrumentos que poderia ter empregado para expandir o crédito doméstico e conter o influxo de ouro. Ele poderia ter incentivado os bancos a redescotar seus títulos recorrendo a uma redução na taxa de desconto. Ele poderia ter vendido francos no mercado de câmbio. Mas o mercado parisiense de descontos era estreito, limitando a eficácia da política de descontos. E as autoridades francesas sentiam-se pouco à vontade em manter divisas estrangeiras em seu poder. De fato, em 1927 o Banco da França começou a liquidar suas reservas em moeda estrangeira. Para limitar a valorização do franco, ele havia adquirido US\$ 750 milhões em divisas estrangeiras na segunda metade do ano anterior, em valor quase equivalente ao de suas reservas em ouro. As autoridades francesas lembravam-se de que o Banco da França havia mantido grandes volumes de ouro e poucas divisas estrangeiras antes da Primeira Guerra Mundial. Elas consideravam as propostas de Gênova de instituir o padrão ouro-divisas como uma maquinação britânica para fortalecer a posição de Londres como um centro financeiro em detrimento de Paris.

Os problemas colocados pelo aperto da política monetária francesa foram exacerbados quando, em 1927, Émile Moreau, teimoso cavaleiro pro-

vinciano que então presidia o Banco da França, começou a converter as divisas estrangeiras de seu banco em ouro. Quando Moreau apresentou 20% do que havia adquirido nos seis meses anteriores para ser convertido no Banco da Inglaterra, este advertiu que essa exigência poderia obrigar a Grã-Bretanha a suspender a conversibilidade. Para as autoridades francesas que consideravam o padrão ouro como um baluarte da estabilidade financeira, essa ameaça era grave; Moreau abrandou suas exigências.²⁴

O fato de a Alemanha ser o outro país que registrava grandes aumentos em reservas de ouro na segunda metade da década de 20 é, à primeira vista, algo surpreendente. A Alemanha ainda tinha de enfrentar as dificuldades decorrentes dos pagamentos das reparações de guerra, mas era o principal destino dos investimentos norte-americanos no exterior. Para tranquilizar os cidadãos nervosos com a hiperinflação, o Reichsbank conservou as taxas de juro em patamares mais altos do que outros países do padrão ouro, o que tornou a Alemanha um destino atraente para capitais internacionais. Em consequência das entradas de capital, as reservas de ouro do Reichsbank mais que triplicaram entre 1924 e 1928.²⁵

Hjalmar Horace Greeley Schacht, um nativo do Brooklyn que ocupava a presidência do Reichsbank, compartilhava o ceticismo de Moreau em relação ao padrão ouro-divisas (apropriadamente, poder-se-ia acrescentar, uma vez que o político e jornalista norte-americano do século XIX homenageado no nome de Schacht tinha, ele próprio, sido um vigoroso defensor do ouro). A hiperinflação alemã havia reforçado a crença de Schacht em que seria desejável manter um padrão ouro rígido para tornar os bancos centrais imunes a pressões políticas. Mas Schacht havia herdado grandes quantidades de divisas estrangeiras em decorrência do Plano Dawes, sob cujos termos a Alemanha recebera um empréstimo em moeda estrangeira. Desde que as moedas européias, como a libra esterlina, registrassem uma valorização em antecipação ao retorno da Grã-Bretanha ao padrão ouro, fazia sentido, para a Alemanha, conservar as libras esterlinas obtidas através do empréstimo Dawes e colher os ganhos de capital. A partir de 1926, porém, Schacht começou a converter suas reservas cambiais em ouro.²⁶ Para incentivar as importações

²⁴ Conforme explicado abaixo, os esforços franceses para converter as divisas estrangeiras do Banco da França em ouro foram retomados em 1931, no que se revelou o pior momento possível para o sistema mundial.

²⁵ Ver Lüke (1958).

²⁶ Ver Schacht (1927), p. 208.

de ouro, ele anunciou que o Reichsbank aceitaria ouro tanto em Bremen como em Berlim, barateando o custo de transportar o metal até a cidade no interior do país a quem executasse operações de arbitragem.

A absorção de ouro pela França e Alemanha intensificou a pressão sobre outros bancos centrais. Montagu Norman, seu presidente, descreveu o Banco da Inglaterra no período entre as guerras como continuamente “sob pressão”.²⁷ Uma vez que o ouro fluía para a França e Alemanha, outros bancos centrais foram obrigados a elevar suas taxas de juro e apertar o crédito para defender suas reservas cada vez mais precárias.

O maior detentor de ouro monetário, os Estados Unidos, de nada ajudava. Em 1926, os Estados Unidos possuíam quase 45% do estoque mundial de ouro (ver tabela 3.1). Um quarto desse volume era do chamado *ouro livre* — ou seja, ele excedia os 40% de cobertura exigido pela lei do padrão ouro do país.²⁸ Reduzir a taxa de desconto do Reserve Bank ou realizar operações expansionistas de mercado aberto teria fomentado saídas de capital e a redistribuição desse ouro no resto do mundo. Em 1927 foram registrados pequenos esforços nessa direção, especialmente quando o Federal Reserve de Nova York baixou sua taxa de desconto e realizou compras no mercado aberto para ajudar a Grã-Bretanha a sair de uma crise de pagamentos. Posteriormente a política norte-americana deu uma guinada contraditória. Houve uma queda na taxa de crescimento dos meios de pagamentos nos Estados Unidos. Os rendimentos dos bônus do governo pararam de cair. Os juros de curto prazo começaram a subir. Estes eventos deixaram os bancos centrais estrangeiros ainda mais confusos.

O que as autoridades do Federal Reserve tinham em mente não é mistério. Elas ficaram cada vez mais preocupadas, ao longo de 1927, com o crescimento explosivo de Wall Street, algo que consideravam estar desviando recursos de usos mais produtivos. Para desestimular a especulação nas bol-

²⁷ Em seu depoimento perante a Comissão Macmillan, citado em Sayers (1976), vol. 1, p. 211.

²⁸ As provisões legais eram, em verdade, mais complicadas. Até 1932, os passivos monetários do Federal Reserve sem lastro em ouro tinham de ser garantidos pela carteira de “títulos elegíveis” do Fed, que incluíam notas promissórias, mas não bônus do Tesouro. Assim, o ouro livre do banco central estava limitado àquela parte acima dos 40% mínimos, também não exigidos em garantia a passivos assumidos através de compras de bônus do Tesouro e outros papéis semelhantes. Um debate sobre se essa limitação era compulsória antes de sua abolição em 1932 gira em torno de se o Fed podia adquirir títulos elegíveis extras quando desejasse. Ver Friedman e Schwartz (1963), e Wicker (1966).

sas, o Federal Reserve Bank de Nova York elevou sua taxa de desconto de 3,5% para 5% no primeiro semestre de 1928. Além disso, o Fed estava preocupado com a queda em sua taxa de encaixe-ouro. Em vista do crescimento muitíssimo maior dos estoques de moeda e crédito do que o das reservas de ouro norte-americanas em consequência do “boom” registrado no final da década de 20, o Fed elevou suas taxas de juro, o que ele considerava como responsabilidade de qualquer banco central.²⁹

Suas ações foram sentidas tanto nos Estados Unidos como no exterior. O aperto monetário deteve a expansão da economia norte-americana.³⁰ As elevadas taxas de juro fizeram com que o capital norte-americano deixasse de fluir para o exterior. Ao não liberar ouro, o Fed fez crescer as tensões sobre outros países, que foram obrigados a reagir elevando suas próprias taxas de desconto.

O PADRÃO DOS PAGAMENTOS INTERNACIONAIS

Não levou muito tempo para que os arquitetos do novo padrão ouro concluíssem que ele não estava funcionando conforme planejado. Alguns países passaram a registrar persistentes déficits em seus balanços de pagamentos, assim perdendo suas reservas de ouro e divisas estrangeiras. Com exceção de um pequeno superávit em 1928, a Grã-Bretanha registrou um déficit generalizado em todos os anos no período de 1927 a 1931. Outros países desfrutaram de persistentes superávits e entradas de reservas. O balanço de pagamentos francês, conforme mencionado anteriormente, registrou superávits em todos os anos no período de 1927 a 1931. Os Estados Unidos registraram superávits na maior parte da década de 1920. O mecanismo de ajuste que supostamente eliminaria os superávits e déficits e restauraria o equilíbrio nas contas internacionais parecia funcionar inadequadamente. E já não era possível confiar nos fluxos de capital estabilizadores que, no passado, haviam financiado os déficits em *conta corrente* dos países industrializados.

Esses desajustes refletiam-se através de expressivas modificações no padrão das compensações internacionais que pressionavam a capacidade de ajustamento do sistema. Quando, em 1914, foram reduzidas as exportações de mercadorias europeias para a América Latina, os produtores norte-americanos imediatamente substituíram o vazio deixado pelos europeus. Após

²⁹ Wicker (1966) e Wheelock (1991) enfatizam o papel dos encaixes de ouro na condução da política monetária pelo Federal Reserve nesse período.

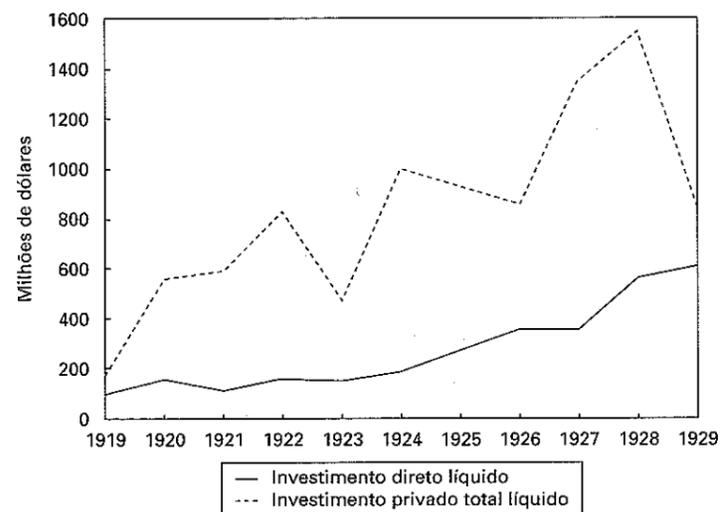
³⁰ Atualmente, há amplo consenso sobre este ponto. Ver Field (1984) e Hamilton (1987).

1914, ficou evidente a dificuldade de concorrer com as redes de marketing e distribuição que os norte-americanos estabeleceram durante a guerra. Por exemplo, a participação dos Estados Unidos nas importações dos argentinos cresceram de 15% em 1913 para 25% em 1927, ao passo que a do Reino Unido caiu de 31% para 19%. As turbulências no período da guerra também proporcionaram ao Japão a oportunidade de penetrar nos mercados asiáticos, há muito dominados pelos produtores europeus. A consequência disso foi uma deterioração na posição competitiva européia.

As dívidas e reparações de guerra complicaram ainda mais as dificuldades da Europa. Entre 1924 e 1929 as potências vitoriosas receberam quase US\$ 2 bilhões em indenizações da Alemanha. Elas repassaram uma parte para os Estados Unidos na forma de pagamentos do principal e de juros sobre dívidas assumidas durante a guerra. Cerca de US\$ 1 bilhão em transferências relacionadas a dívidas de guerra para os Estados Unidos foram realizadas entre meados de 1926 e meados de 1931.

Essas transações fizeram crescer o fluxo de ouro e divisas estrangeiras para os Estados Unidos. Elas fortaleceram o balanço de pagamentos dos Estados Unidos e debilitaram os de outros países. A resposta lógica a essas mudanças seria a prevista pelo modelo de fluxo de moedas metálicas: uma elevação nos preços e custos norte-americanos em relação aos praticados no

Gráfico 3.3
Saídas de capital privado, líquido e total dos Estados Unidos, 1919-29



Fonte: Office of Business Economics (1954).

resto do mundo. Mas esse tipo de ajuste praticamente não se verificou. Em vez disso, os Estados Unidos emprestaram grande parte de seu superávit de volta para a Europa e outras regiões do mundo. Enquanto persistissem as exportações de capital norte-americanas, elas poderiam financiar os déficits europeus em conta corrente, tornando desnecessárias modificações substanciais nos preços relativos. E o volume de empréstimos atingiu níveis elevados na segunda metade da década de 20. A guerra havia transformado o país de um devedor internacional no maior credor do mundo.³¹ Os investidores europeus tinham sido obrigados a liquidar suas carteiras de títulos norte-americanos e a assumir novas dívidas externas. Com a devastação deixada pela guerra, a Europa estava sedenta de capital, ao passo que os Estados Unidos saíram do conflito incólumes. A escassez de capital resultou na prática de elevadas taxas de retorno, criando um estímulo para que o capital norte-americano fluísse através do Atlântico.

Com exceção de 1923, o ano da invasão do Ruhr, os Estados Unidos concederam grandes empréstimos ao exterior (ver gráfico 3.3). Novas emissões de títulos para tomadores estrangeiros, que registraram um pico em 1927-28, constituíram-se no principal componente desse fluxo. A emissão de bônus denominados em dólares em nome de governos e grandes empresas estrangeiras foi um novo empreendimento para os bancos de investimento norte-americanos. Em verdade, a própria escala desses negócios com bônus era nova: até 1914, não mais de 200 mil norte-americanos investiam em bônus; em 1929, esse número havia quintuplicado.³² Os bancos nacionais, que tinham se envolvido na campanha de guerra para distribuir os bônus Liberty, procuraram conservar seus recém-conquistados clientes tratando de interessá-los em títulos estrangeiros. Para assegurar uma oferta ininterrupta de bônus estrangeiros, esses bancos começaram a originá-los, uma prática que gerava um incentivo adicional à sua comercialização. Nas ruas mais movimentadas, os bancos abriram estabelecimentos operados por seus departamentos de bônus, para que estes pudessem atrair os transeuntes e contrataram caixeiros-viajantes para vender de porta em porta bônus estrangeiros a agricultores e viúvas.

Tendo em vista a dependência de outros países em relação às importações de capital dos Estados Unidos, o colapso do processo de reciclagem em 1928 foi um duro golpe. As elevações nas taxas de juro iniciadas pelo Fed

³¹ A introdução clássica a essa transformação encontra-se em Lewis (1938).

³² Essas estimativas foram extraídas de Stoddard (1932) e Cleveland e Huertas (1985).

para segurar o crescimento explosivo em Wall Street e deter o declínio da taxa de cobertura de ouro tornou mais atraentes os investimentos em títulos de renda fixa. As taxas de juro mais elevadas também prejudicaram a credibilidade financeira de países fortemente endividados, subitamente penalizados pelo pagamento de juros mais elevados. Os empréstimos norte-americanos ao exterior, em níveis elevados no primeiro semestre de 1928, caíram a zero na segunda metade do ano.

A partir do momento em que cessou a entrada de capitais, começou a cair a demanda nos países devedores. A conseqüente queda nos preços relativos dos bens produzidos por esses países foi o mecanismo através do qual essas nações aumentaram suas exportações e reduziram suas importações para eliminar o diferencial resultante do colapso no influxo de capitais. Em outras palavras, o mecanismo de fluxo de moedas metálicas finalmente entrou em ação. Mas, com o início da Grande Depressão, em 1929, os mercados exportadores receberam mais um golpe, com o que as modificações anteriormente registradas nos preços relativos resultaram totalmente inadequadas.

Havia duas maneiras óbvias de atenuar o impacto do declínio nos empréstimos norte-americanos e o impacto nos balanços de pagamentos resultantes da irrupção da Grande Depressão. Primeiro, as dívidas e reparações de guerra poderiam ser canceladas. O perdão temporário envolvendo as indenizações da Alemanha à França e Grã-Bretanha e os pagamentos da França e Grã-Bretanha aos Estados Unidos teria fortalecido o balanço de pagamentos da Europa e reduzido sua dependência em relação ao capital norte-americano. Entretanto, evidenciou-se a impossibilidade da negociação de uma moratória no pagamento das dívidas e reparações de guerra num prazo eficaz. Segundo, uma redução adicional nos preços e custos, balizada pelo modelo de fluxo de moedas metálicas, poderia ter trazido os preços das mercadorias européias e latino-americanas de volta a um patamar competitivo nos mercados internacionais. Mas havia limites a até que ponto os preços poderiam baixar sem desencadear uma espiral deflacionária. Uma vez que os papéis da dívida externa eram expressos em termos nominais, a queda no nível de preços fazia crescer o custo real dos recursos necessários para honrar aqueles compromissos, agravando o problema do equilíbrio nas contas externas. Como as dívidas dos agricultores e das empresas eram expressas em termos nominais, a queda no nível de preços, que reduzia as receitas das vendas, resultava num agravamento dos problemas de inadimplência e execuções hipotecárias. Se, em conseqüência desses desdobramentos, o volume de empréstimos não honrados atingisse determinado patamar, a estabilidade do siste-

ma bancário poderia ser ameaçada.³³ Por todas essas razões, havia limites à eficácia do remédio deflacionário habitual.

REAÇÕES À GRANDE DEPRESSÃO

Os leitores familiarizados com a história do padrão ouro não encontrarão nada de surpreendente nesses abalos simultâneos nos mercados de capital e de "commodities"; os países exportadores de produtos primários haviam experimentado essas crises repetidamente antes da guerra. Assim como naquela época, os países em desenvolvimento tinham poucas opções. Eles podiam usar suas receitas remanescentes em moeda estrangeira para continuar honrando o serviço de suas obrigações externas ou podiam poupar as reservas de seus bancos centrais e defender a conversibilidade de suas moedas. O não-pagamento das dívidas faria com que os credores bloqueassem seu acesso ao mercado de capitais, mas a não-manutenção de um nível adequado de reservas por parte de um banco central levantaria sérias dúvidas em relação à estabilidade financeira do país. Decidindo que uma flexibilização de suas normas de adesão ao padrão ouro poderia ser revertida mais prontamente, Argentina, Austrália, Brasil e Canadá modificaram as regras de conversibilidade e permitiram a desvalorização de suas moedas no segundo semestre de 1929 e na primeira metade de 1930. Outros países seguiram o exemplo.

Embora a suspensão da conversibilidade não fosse uma medida sem precedentes por parte de países vítimas desse tipo de choques, em ocasiões anteriores essas medidas de exceção haviam sido caracterizadas por uma abrangência limitada; em nenhum momento entre 1880 e 1913 ocorrera uma conjuntura em que praticamente todos os países periféricos tinham, simultaneamente, abandonado o padrão ouro. Em ocasiões anteriores, a suspensão da conversibilidade havia sido resultado de más colheitas, conflitos militares ou erros na condução da economia neste ou naquele país, eventos que haviam provocado quedas nas exportações e interrompido as entradas de capital. Em 1929, porém, a suspensão da conversibilidade assumida por diversos países foi conseqüência de uma crise econômica mundial e foi, nessa mesma medida, mais danosa ao sistema internacional.

A desintegração do padrão ouro nos países periféricos comprometeu sua estabilidade nos países centrais. Na época, as autoridades não estavam com os olhos fechados para esse perigo; na Grã-Bretanha, o relatório da Comis-

³³ O termo técnico referente a esse processo, "deflação da dívida", foi cunhado por Irving Fisher (1933).

são Macmillan (formada para investigar as conexões entre os setores financeiro e fabril), esboçado no verão de 1931, advertia: “os países credores devem — a menos que pretendam perturbar as condições econômicas, primeiro nos países devedores e depois em suas próprias economias — estar dispostos a reemprestar seus superávits, em vez de integrá-los em ouro”.³⁴ Isso provou ser mais fácil de se falar do que fazer.

Esse quadro financeiro frágil se desenhava sobre um problema mais fundamental: o colapso da produção industrial. O mundo industrializado já havia passado por outros períodos recessivos, mas não como aquele iniciado em 1929. Os abalos foram gigantescos — entre 1929 e 1932, a produção industrial nos Estados Unidos caiu 48% e na Alemanha a queda foi de 39%. As estatísticas de desemprego registraram um pico equivalente a 25% da força de trabalho nos Estados Unidos; na Alemanha, o desemprego na indústria atingiu 44%.³⁵

Os governos, evidentemente, desejavam estimular suas economias moribundas. Porém, injeções de crédito e queda nas taxas de juro para fomentar o consumo e os investimentos eram incompatíveis com a manutenção do padrão ouro. O suprimento de crédito adicional significaria aumento na demanda por mercadorias importadas. Taxas de juro mais baixas encorajavam investimentos no exterior. As quedas nas reservas daí derivadas estimulavam temores de uma desvalorização da moeda, provocando uma fuga de capitais. Os governos que tentaram recorrer a políticas visando interromper a espiral descendente das atividades econômicas confrontaram-se com a incompatibilidade das iniciativas expansionistas e a conversibilidade ao ouro.

Nesse momento, fizeram-se sentir as mudanças na conjuntura política da década de 20. Antes da guerra, não restava dúvida de que os governos que constituíam o núcleo do conjunto de países industrializados que adotavam o padrão ouro estavam dispostos a defender o sistema. Quando a taxa de câmbio de um país caía, registravam-se entradas de capital que vinham em apoio, e não contra os esforços do banco central em defesa da conversibilidade, uma vez que os “traders” de moedas tinham confiança no compromisso oficial de manutenção da taxa de câmbio numa faixa que permitisse a arbitragem dentro dos chamados *pontos do ouro* e, portanto, esperavam que a desvalorização da moeda fosse revertida. Neste novo ambiente político, não era mais evidente que a desvalorização da moeda fosse um

³⁴ Comissão sobre Finanças e Indústria (1931), § 184.

³⁵ Ver Galenson e Zellner (1957).

fenômeno temporário. “A mudança mais importante no período”, nas palavras de Robert Triffin, “foi a importância crescente dos fatores domésticos como determinante derradeiro das políticas monetárias”.³⁶ Neste ambiente mais politizado, havia incerteza em relação à maneira como as autoridades reagiriam se obrigadas a optar entre defender o padrão ouro e tomar medidas para reduzir o desemprego.

Tão logo os especuladores tivessem motivos para supor que um governo poderia expandir o crédito doméstico, ainda que essa medida implicasse permitir uma desvalorização na taxa de câmbio, eles começavam a vender a moeda do país para evitar as perdas de capital decorrentes da desvalorização. Os prejuízos que sofressem caso a moeda desvalorizada reagisse eram muitíssimo menores do que os lucros que obteriam com a suspensão da conversibilidade se as autoridades permitissem a desvalorização da moeda. Em contraste com a situação anterior à Primeira Guerra Mundial, os movimentos de capital “de um caráter desestabilizador” (para citar a expressão de Bertil Ohlin mencionada no capítulo 2) tornaram-se freqüentes.

Ao crescerem os temores pela estabilidade das taxas de câmbio, surgiram dúvidas em relação às moedas mais importantes, como a libra esterlina e o dólar. Um presidente de banco central prudente hesitaria em manter depósitos em Londres ou Nova York se houvesse um risco de que a libra ou o dólar viessem a ser desvalorizados. Os britânicos recorreram à persuasão moral para desencorajar a liquidação dos saldos de outros países em Londres. Quando suas promessas de defender a libra revelaram-se vazias, os bancos centrais sofreram grandes prejuízos e passaram a evitar ainda mais a manutenção de reservas em divisas estrangeiras em seus cofres. Um país após outro substituiu seu estoque de divisas por ouro, provocando uma alta no preço relativo do metal. Nos países onde os bancos centrais ainda fixavam o preço nominal do ouro, isso significou uma queda ainda maior nos preços das “commodities”. A liquidação das divisas estrangeiras fez cair o volume das reservas internacionais (ouro mais divisas): as reservas dos vinte e quatro países mais importantes caíram em cerca de US\$ 100 milhões ao longo de 1931.³⁷ Com essa queda adicional na disponibilidade de reservas, os bancos centrais foram obrigados a elevar suas taxas de redesconto para assegurar um nível adequado para as reservas e garantir a conversibilidade.

A intensidade da especulação contra uma moeda dependia da credi-

³⁶ Triffin (1947), p. 57.

³⁷ Nurkse (1944), p. 235.

bilidade do compromisso do governo em relação à manutenção da paridade do padrão ouro. Nos países que desfrutavam de maior credibilidade, o capital continuava a fluir em direções estabilizadoras, atenuando o conflito entre os equilíbrios interno e externo. Em outros países, onde a credibilidade era questionável, a especulação desestabilizadora agravou a pressão exercida sobre os governos que procuravam compatibilizar interesses conflitantes. Seria de imaginar que a credibilidade de um país decorreria de seu desempenho anterior — ou seja, de ter defendido a paridade do padrão ouro em face de crises anteriores e, quando obrigado a suspender a conversibilidade, restaurá-la, posteriormente, a seu patamar original. A convicção de que a credibilidade podia ser conquistada através da manutenção desse histórico constituiu uma das motivações para a decisão britânica de restabelecer o padrão ouro à paridade vigente no período anterior à guerra. Verificou-se, então, o fato de que os governos dos países que tinham mantido a paridade vigente antes da guerra — Reino Unido e Estados Unidos, entre eles — desfrutavam de menor credibilidade, e os participantes nos mercados financeiros tinham maior confiança nos governos dos países que haviam restabelecido o padrão ouro a uma taxa depreciada, como a França e a Bélgica.

Essa inversão refletia dois fatos. Primeiro, uma dolorosa experiência inflacionária que impedia a restauração da conversibilidade à paridade vigente antes da guerra com frequência fazia com que um governo se comprometesse obstinadamente com a defesa de sua nova paridade, com o objetivo de prevenir uma recorrência do caos financeiro e social da década anterior. Esse foi, por exemplo, o caso da França, Bélgica e Itália. Em outras palavras, as prioridades políticas correntes importavam mais do que o desempenho no passado. Segundo, as condições econômicas correntes eram tão importantes, se não mais relevantes, do que o desempenho passado para a manutenção dos compromissos para com o padrão ouro. Nos países onde a queda na atividade econômica foi muito forte, como nos Estados Unidos, as dúvidas em relação às condições políticas necessárias à imposição das duras medidas deflacionárias, em defesa das paridades do padrão ouro, podiam ser mais predominantes do que naqueles onde o declínio inicial era relativamente suave, como na França. A credibilidade foi a vítima.

CRISES BANCÁRIAS E SUA ADMINISTRAÇÃO

Enfrentar esses dilemas era mais penoso em países com sistemas bancários frágeis. Em face da queda nos preços associada à Depressão, resultou difícil para os tomadores de empréstimos junto ao sistema bancário honrar seus compromissos. Ao corroer o valor das garantias, a baixa dos preços deixou os bancos

hesitantes em relação a rolar os empréstimos correntes ou conceder novos financiamentos. As pequenas firmas sem condições de obter capital de giro foram obrigadas a reduzir seu nível de atividade. As empresas com perspectivas lucrativas viram secar as fontes de recursos necessários para concretizá-las.

Os bancos centrais, como emprestadores de última instância para o sistema bancário, estavam conscientes dessas dificuldades. Mas foram desencorajados de intervir em benefício do sistema bancário em virtude da prioridade que atribuíam ao câmbio fixo associado ao padrão ouro. Uma injeção de liquidez nos mercados financeiros poderia desrespeitar as normas às quais estavam sujeitos os bancos centrais, e que os obrigavam a manter um piso para a proporção de ouro em relação aos passivos externos. Tal ação teria reforçado as dúvidas sobre o grau de seu compromisso para com a defesa da paridade do padrão ouro. Na verdade, o receio de que os bancos centrais poderiam estar dispostos a montar operações de socorro ao sistema bancário, ainda que para isso fosse necessário permitir uma desvalorização da moeda, provocou mais resgates de depósitos uma vez que os investidores procuravam evitar as perdas de capital decorrentes da desvalorização. Em consequência, quanto mais rapidamente os bancos centrais mais ágeis injetassem liquidez no sistema financeiro, maior a velocidade com que o dinheiro escaparia do país através de uma fuga de capitais. Nessas circunstâncias, a intervenção do emprestador de última instância poderia ser não apenas difícil, como também contraproducente.³⁸

Essas dificuldades resultavam ainda maiores pelo fato de que muitos dos mecanismos que tinham sido empregados no gerenciamento de crises bancárias antes da guerra não poderiam ser postos em prática. Quando a crise envolvia todo o sistema bancário, era impossível organizar operações coletivas de socorro através das quais os bancos mais fortes davam apoio aos mais fragilizados. Para países como os Estados Unidos, operações salva-vidas, como a que tinha sido organizada pelo Banco da Inglaterra em 1890 em resposta à crise do Baring, não constituíam uma solução. Suspensões generalizadas da conversibilidade dos depósitos em moeda, como aquela ocorrida em 1893, ocorreram apenas quatro anos após o início da Depressão, quando um novo presidente, Franklin Roosevelt, assumiu o cargo e decretou feriado bancário nacional. Uma explicação é que o consórcio de bancos em Nova York e em

³⁸ Alguns autores sustentam que os Estados Unidos eram o único país cujo banco central possuía ouro suficiente para enfrentar seus problemas bancários e monetários sem colocar em risco a conversibilidade ao ouro. Esse é o ponto de vista de Milton Friedman e Anna Schwartz (1963). Entre as vozes discordantes estão as de Barrie Wigmore (1984) e Barry Eichengreen (1992b).

outros centros financeiros, que, em conjunto, havia suspenso suas operações em 1893 e em outras ocasiões, descuidou de suas responsabilidades coletivas por acreditar que o recém-criado Federal Reserve System viria em seu socorro. Se assim confiaram, enganaram-se.

Além disso, na década de 30 não se recorria a períodos de suspensão temporária da vigência do padrão ouro, que permitiram aos governos e bancos centrais do século XIX relaxar as restrições inerentes ao sistema do padrão ouro.³⁹ Conforme discutido no capítulo 2, somente no caso de cumpridas rigorosamente determinadas condições essa cláusula de exceção poderia ser invocada sem comprometer a credibilidade do compromisso do governo na defesa da paridade do padrão ouro. Era preciso ficar claro que a evasão interna ou externa de capitais — em reação à qual a conversibilidade fosse suspensa temporariamente — era consequência de circunstâncias não resultantes da ação das próprias autoridades. Tendo em vista não haver quaisquer dúvidas — antes da Primeira Guerra Mundial — da absoluta prioridade atribuída pelos bancos centrais à defesa da conversibilidade, não havia razão para acreditar que políticas excessivamente expansionistas dos bancos centrais fossem, em si mesmas, responsáveis pela crise em reação à qual era decidida a suspensão temporária.

Depois da Primeira Guerra Mundial, as prioridades eram outras, e os bancos centrais e governos ficaram sujeitos a fortes pressões no sentido de fazer cortes nas taxas de juro e realizar operações expansionistas de mercado aberto em resposta à deterioração nas condições econômicas domésticas. Em outras palavras, já não havia certeza de que a fuga de capitais era disparada por circunstâncias não resultantes das ações dos próprios bancos centrais. As medidas de suspensão da conversibilidade e desvalorização da moeda podiam ser vistas como uma confirmação desse fato e comprometer seriamente a credibilidade das políticas. Com a credibilidade de seu compromisso para com a conversibilidade já em dúvida, os bancos centrais não tinham alternativa para tranquilizar os mercados, senão através da defesa da paridade ouro até o amargo fim. Assim, a vigência do padrão ouro impunha constrangimentos à intervenção em apoio ao sistema bancário.

A solução para esse dilema era a cooperação internacional. Se outras nações emprestassem seu apoio ao câmbio de um país em dificuldades, quando

³⁹ Como veremos adiante, a maioria dos países que suspendeu a conversibilidade ao ouro o fez em caráter permanente. Os poucos países que posteriormente restauraram a conversibilidade, como os Estados Unidos, fizeram-no apenas depois de desvalorizar suas moedas.

o banco central desse país injetasse liquidez em seu sistema financeiro, isso já não significaria, necessariamente, a irrupção de uma crise cambial. Analogamente, se as iniciativas expansionistas monetária e fiscal tivessem sido coordenadas internacionalmente, a restrição externa teria sido relaxada. A expansão no plano doméstico poderia, ainda, enfraquecer o balanço de pagamentos, mas uma expansão no exterior tenderia a equilibrá-lo. Uma coordenação das políticas econômicas interna e externa teria tornado possível neutralizar as consequências no balanço de pagamentos. A escassez mundial de liquidez resultante do colapso da intermediação financeira teria sido evitada.

Infelizmente, diferenças de interpretação impediram os esforços de coordenar a reflexão em nível internacional. Na Grã-Bretanha, a queda na atividade econômica foi atribuída às inadequadas provisões de dinheiro e crédito por parte do Banco da Inglaterra. Esse ponto de vista foi colocado por Keynes em seu depoimento sigiloso perante a Comissão Macmillan em 1931 e por outros críticos da decisão, tomada por Churchill em 1925, de restaurar a paridade vigente no período anterior à guerra. Na França, em contrapartida, a expansão monetária era considerada como o problema, não a solução. Tendo em vista a inflação de dois dígitos que havia castigado o país na primeira metade da década de 20, os franceses associavam a expansão monetária com caos financeiro e político. Eles viam a Depressão como a consequência da excessiva geração de crédito por parte de bancos centrais que não tinham respeitado as normas do padrão ouro. O crédito barato, acreditavam eles, tinha alimentado especulação excessiva, montando o cenário para o colapso de 1929. Ações dos bancos centrais, no sentido de intervir novamente quando os preços tivessem apenas começado a cair, ameaçavam disparar outra rodada de excessos especulativos e, por fim, outra depressão. Seria mais saudável expurgar tais excessos mediante a liquidação de empresas excessivamente endividadas. Uma visão igualmente liquidacionista orientou a política norte-americana até que Franklin Roosevelt assumiu o governo em 1933.

Em vista dessas opiniões incompatíveis, a perspectiva de cooperação internacional era inviável. E não havia espaço para a implementação de políticas unilaterais visando estabilizar a economia em razão das restrições impostas pelas normas do padrão ouro.

A DESINTEGRAÇÃO DO PADRÃO OURO

Contra esse pano de fundo, é possível compreender o colapso do padrão ouro. A Áustria foi o primeiro país europeu a sofrer crises bancárias e de balanço de pagamentos. O fato de os austríacos terem sido as primeiras vítimas nada teve de aleatório.

O endividamento externo da Áustria no curto prazo ultrapassava US\$ 150 milhões, uma soma considerável para um pequeno país. Grande parte dessa dívida assumia a forma de depósitos líquidos em bancos vienenses. E os bancos já estavam enfraquecidos em razão de grandes empréstimos para um setor industrial que sofria desproporcionalmente com a queda na atividade econômica.

O maior banco de depósitos austríaco, o Credit Anstalt, estava numa situação particularmente perigosa. “Quem é muito grande não corre o risco de falir” — esse é o princípio que ao banco se aplicava com todo o vigor: os passivos do Credit Anstalt eram maiores do que o orçamento do governo austríaco.⁴⁰ Um congelamento dos depósitos de seus correntistas, por qualquer período que fosse, teria provocado efeitos econômicos devastadores. Portanto, as autoridades não hesitaram em correr em socorro ao banco quando seus diretores revelaram, em maio de 1931, que o volume de inadimplência havia zerado seu capital.

Embora o governo tenha agido rapidamente para repor o capital do Credit Anstalt, sua intervenção não tranquilizou os depositantes. Havia rumores, depois confirmados, de que os prejuízos do banco eram superiores aos divulgados. Houve a revelação de que a Áustria e a Alemanha tinham discutido o estabelecimento de uma união alfandegária — uma transgressão do Tratado de Versalhes e um fato que dificilmente aumentaria as chances de ajuda francesa e britânica. Acima de tudo, a provisão de liquidez ao sistema bancário por parte do governo era potencialmente incompatível com sua manutenção do padrão ouro. O banco central aumentou o volume de notas em circulação em mais de 25% nas últimas três semanas de maio em consequência da compra de ações do Credit Anstalt e de sua ajuda a instituições financeiras em dificuldades, isso durante um período em que suas reservas internacionais estavam caindo, e não crescendo. O orçamento já havia começado a registrar um déficit, em razão da queda na atividade econômica. O fato de o governo ter dado o que era, na prática, uma cobertura estatal ilimitada aos passivos do Credit Anstalt apenas prenunciou novos déficits.⁴¹ Embora o

⁴⁰ Ver Schubert (1990), pp. 14-5. As dificuldades do Credit Anstalt foram agravadas pelos empréstimos ruins herdados na aquisição de outro banco, o Bodenkreditanstalt, em 1929. Essa fusão havia sido imposta a um Credit Anstalt relutante por um governo que desejava proteger o banco nacional de prejuízos em operações de redesconto que havia equivocadamente facilitado ao Bodenkreditanstalt. Isso proporcionou ao Credit Anstalt um direito especial a receber ajuda em 1931.

⁴¹ Esse nexos é enfatizado por Harold James (1992), p. 600 e *passim*.

banco central fosse proibido por lei de prover financiamento direto para cobrir esses déficits, ele tinha desrespeitado seus regulamentos anteriormente, ao fazer o redesconto de letras financeiras.⁴² Nada disso tranquilizou os mercados. Temendo uma desvalorização da moeda ou a adoção de controles de câmbio, os poupadores encerraram suas contas como um primeiro passo para transferir seus fundos para fora do país.

Uma ajuda ao sistema bancário sem colocar em risco o padrão ouro (e, a propósito, defendendo a conversibilidade sem desestabilizar o sistema bancário) exigiria um empréstimo externo. Negociações tiveram início no Banco para Compensações Internacionais (BIS — Bank for International Settlements), o “banco central dos bancos centrais”, em Basileia, que era, segundo a lógica, o agente mais indicado para coordenar a cooperação financeira. Essas negociações arrastaram-se sem chegar a uma conclusão. O fato de o BIS ter sido criado para administrar os pagamentos das reparações de guerra alemãs emprestou uma conotação política a suas deliberações. Os franceses insistiram em que a Áustria inicialmente renunciasse à união alfandegária proposta, como condição para receber ajuda. E o empréstimo finalmente recebido foi uma gota no oceano, em vista da velocidade da fuga de capitais do país.

Sem condições de evitar escolher entre defender seu sistema bancário e defender seu padrão ouro, a Áustria optou pela primeira alternativa. Mas, com as lembranças da hiperinflação sob o câmbio flutuante ainda na memória, o governo decidiu impor controles sobre o câmbio, em vez de permitir uma desvalorização de sua moeda. Inicialmente, os controles foram administrados informalmente pelo sistema bancário. Como preço a pagar pela ajuda governamental, os principais bancos vienenses concordaram em não transferir capital ou ouro para o exterior e não colocar fundos à disposição de seus clientes para essa finalidade. Embora essas restrições funcionassem surpreendentemente bem, continuava havendo oportunidades de ganhos para este ou aquele banco que desrespeitasse o acordo. Em setembro, portanto, os controles de câmbio foram oficializados. O xelim austríaco caiu de 10% a 15% nos mercados paralelos dos cafés vienenses, único lugar onde ainda eram negociadas moedas estrangeiras.⁴³

Da Áustria, a crise se alastrou para a Hungria e para a Alemanha. O Credit Anstalt detinha um interesse controlador no maior banco húngaro. Por isso, quando o pânico irrompeu em Viena, os investidores estrangeiros co-

⁴² Schubert (1991), pp. 59-61.

⁴³ Ver Ellis (1941), p. 30.

meçaram a sacar seus fundos dos bancos de Budapeste. A Hungria também estava obrigada ao pagamento de reparações e, sendo exportadora de produtos agrícolas, tinha incorrido em grandes perdas em seus termos de troca. O banco central tinha poucos recursos à sua disposição. Em julho, foi declarado um feriado bancário. O governo congelou os depósitos de estrangeiros e impôs controles de câmbio. A conversibilidade da moeda doméstica em ouro e o direito de remeter numerário em espécie para o exterior foi suspenso. Assim como na Áustria, o padrão ouro transformou-se numa concha oca.

Embora os investimentos do Credit Anstalt na Alemanha fossem insignificantes, e os depósitos alemães em Viena, limitados, os sistemas bancários austríaco e alemão se assemelhavam em importantes aspectos. Os bancos alemães, assim como os austríacos, estavam fortemente comprometidos com a indústria e sofreram grandes prejuízos em consequência da Depressão. Assim, a crise do Credit Anstalt alertou os observadores para a vulnerabilidade desses bancos.⁴⁴ Na Alemanha, assim como na Áustria, era muito frágil o equilíbrio nas contas externas, sendo que a manutenção da regularidade dos pagamentos alemães dependia da entrada de capitais. A balança comercial alemã registrava um superávit pequeno (pois a Alemanha, como exportadora de produtos industrializados, havia registrado ganhos, e não perdas, em seus termos de troca), mas esse superávit era apenas suficiente para financiar as reparações de guerra, e não para também cobrir o serviço das dívidas comerciais.

Tanto os depositantes domésticos como os estrangeiros sacaram seu dinheiro dos bancos alemães depois da irrupção da crise austríaca.⁴⁵ Inicialmente, o Reichsbank injetou liquidez no sistema bancário. Mas, como a dívida externa alemã de curto prazo equivalia a três vezes as reservas do Reichsbank, o banco central tinha pouca margem de manobra. No final de maio — muito pouco tempo antes, portanto —, o estoque alemão de ouro monetário era o quarto maior do mundo e sua relação entre o encaixe metálico e as notas e depósitos à vista era superior a 50%. Em 21 de junho, a proporção tinha caído para 40%, o mínimo estipulado pela legislação. Episódios como esse forneciam “evidência folgada”, nas palavras de um observador, “de que, por maior que seja o estoque de ouro de um país, ele jamais será adequado, se essa ade-

⁴⁴ Harold James (1984) e Peter Temin (1994a) questionam a interdependência das crises austríaca e alemã, reduzindo a importância desses canais de informação.

⁴⁵ Assim como as autoridades suecas queixaram-se, em 1992, de que os investidores estrangeiros apanhados de surpresa pela crise finlandesa eram incapazes de distinguir um país nórdico de outro, os políticos alemães queixaram-se de que os estrangeiros não eram capazes de distinguir Berlim de Viena e Budapeste. Ver cap. 5.

quação for testada em sua capacidade de estancar a fuga de ouro decorrente de uma perda de confiança na estrutura de crédito do país”.⁴⁶

A Alemanha, assim como a Áustria, procurava obter um empréstimo do exterior e uma moratória das reparações de guerra. Mas o presidente do Banco da França, Clement Moret, fazendo coro à posição de seu país em suas negociações com a Áustria, exigiu que o governo alemão reafirmasse, primeiramente, seu compromisso em relação ao pagamento das reparações. George Harrison, do Federal Reserve Bank de Nova York, insistiu, perversamente, em que a Alemanha concordasse em limitar a provisão de crédito ao sistema bancário. Harrison estava disposto a emprestar dinheiro ao Reichsbank, mas somente se este se comprometesse a não utilizá-lo.

Enquanto isso, o Reichsbank fez o que podia para defender o padrão ouro, limitando o crédito ao sistema bancário em um esforço para defender suas reservas. O resultado desse arrocho foi, previsivelmente, uma crise bancária. O evento que a precipitou foi a quebra de uma empresa têxtil, a Nordwolle, que era cliente de um dos grandes bancos berlinenses. Em 13 de julho, o governo foi obrigado a decretar feriado bancário. Em seguida, adotou controles sobre o câmbio. A Alemanha, o maior país industrializado da Europa e a segunda potência industrial do mundo, já não era mais um membro do clube do padrão ouro.

A CRISE DA LIBRA ESTERLINA

Em virtude dos frouxos laços dos bancos britânicos com a indústria, eles estavam relativamente bem protegidos da queda na produção industrial.⁴⁷ Mas os acordos de suspensão de pagamentos com a Europa central estavam criando dificuldades para diversos dos bancos mercantis; por exemplo, em julho, o Lazard Frères esteve à beira da falência e resistiu apenas em decorrência de grande ajuda do Banco da Inglaterra. Corriam muitos rumores de que outras instituições estavam enfrentando dificuldades similares.⁴⁸

Além disso, o Banco da Inglaterra vinha enfrentando quedas em suas reservas desde o retorno ao padrão ouro, em 1925. Para contrabalançar essas perdas, o banco recorreu às “receitas invisíveis” do país: juros e dividên-

⁴⁶ Hardy (1936), p. 101.

⁴⁷ Além disso, em comparação com os padrões norte-americanos, o sistema bancário britânico era concentrado, o que proporcionava uma proteção extra de lucros; e possuía uma ampla rede de agências, o que o protegia de choques desta ou daquela região específica. Uma análise das implicações para a estabilidade financeira pode ser encontrada em Grossman (1994).

⁴⁸ Ver Sayers (1976), vol. 2, pp. 530-1; James (1992), p. 602.

dos sobre investimentos estrangeiros, receitas do turismo e também de transportes, seguro e serviços financeiros prestados a estrangeiros (ver *conta de serviços* no Glossário). A partir de 1930, outros países impuseram barreiras tarifárias para proteger setores deprimidos da economia contra a concorrência estrangeira e, em consequência, o comércio mundial sofreu um colapso, reduzindo as receitas britânicas provenientes de transportes e seguros. A queda nos juros, dividendos e lucros sobre investimentos estrangeiros foi ainda maior. Em 1930, isso refletiu a deterioração generalizada das condições dos negócios. Em 1931, a situação se complicou ainda mais com a inadimplência dos países da América Latina e com a proibição das transferências de juros pela Áustria, Hungria e Alemanha. Entre 1929 e 1931, a balança comercial do Reino Unido registrou uma deterioração de 60 milhões de libras esterlinas, mas sua balança invisível piorou em mais de duas vezes aquele montante, tornando cada vez mais difícil para o Banco da Inglaterra manter a libra nos limites dos pontos do ouro.⁴⁹ As perdas de ouro se aceleraram na segunda metade de 1930, fazendo com que o Banco da França e o Federal Reserve Bank de Nova York promovessem uma intervenção em defesa da libra esterlina. A taxa de câmbio caiu de US\$ 4,86 para US\$ 4,85 em janeiro de 1931, antes de registrar uma recuperação (ver gráficos 3.4 a 3.7).

Diversos historiadores chamaram a atenção para essas tendências nos balanços de pagamentos.⁵⁰ O agravamento nas contas correntes, observam eles, drenou ouro do Banco da Inglaterra e montou o cenário para o ataque à libra. O que essa análise não leva em conta, porém, é que o banco dispunha de um instrumento eficaz — a taxa de redesconto — com que se defender. Valer-se dela não representaria uma ameaça ao sistema bancário, ao contrário da situação na Áustria e na Alemanha. O Banco da Inglaterra elevou sua taxa em um ponto percentual inteiro em 23 de julho, e em mais um ponto uma semana depois. Se a experiência histórica pode nos servir de algum balizamento, esses aumentos na taxa de redesconto deveriam ter sido suficientes para atrair um volume de capital suficiente para mais do que equilibrar a deterioração na conta corrente.⁵¹

A pergunta que se coloca, então, é por que a fuga de capitais não foi estancada. Os mercados talvez tenham considerado insustentáveis os aumentos

⁴⁹ Sayers (1976), vol. 3, pp. 312-3.

⁵⁰ Ver, por exemplo, Moggridge (1970).

⁵¹ Esta é a conclusão tirada por Cairncross e Eichengreen (1983, pp. 81-2) com base na simulação de um pequeno modelo do balanço de pagamentos britânico.

na taxa de redesconto adotados pelo banco. Taxas de juro mais elevadas agravavam o desemprego e reduziam a sustentação a um governo trabalhista em minoria no Parlamento.⁵² Elas agravavam o problema da inadimplência dos tomadores de empréstimos, debilitando a posição dos bancos cujas receitas já tinham sido devastadas pelo impasse na Europa central. Taxas de juro elevadas aumentavam o custo do serviço da dívida pública e prejudicavam ainda mais a posição fiscal. Na dívida do governo, predominava a enorme massa de bônus líquidos denominados “dívida de guerra”, e o pagamento de juros absorvia um terço das despesas governamentais. O orçamento, superavitário no final da década de 20, passou a deficitário em 1930-31.⁵³ Se as condições não melhorassem e o desemprego continuasse a crescer, a pressão sobre o Banco da Inglaterra para que este abandonasse suas políticas de austeridade poderia revelar-se irresistível.⁵⁴ A crise alemã, um sinal de dificuldades para a recuperação econômica europeia, fez crescer a probabilidade de que a saúde da economia não seria efetivamente conquistada. O relatório da Comissão Macmillan já tinha defendido medidas para interromper “a violenta queda nos preços, cujos efeitos sobre a estabilidade política e social já são muito grandes”.⁵⁵ Prevendo que o governo e o Banco da Inglaterra poderiam ser obrigados a inverter o curso de sua política, os especuladores começaram a vender libras.⁵⁶

⁵² Nas palavras de Sidney Pollard (1969, p. 226): “foi, em parte, a gravidade da depressão e o nível de desemprego que inibiu a elevação das taxas de juros a níveis catastróficos”. Segundo Diane Kunz (1987, p. 184): “com a queda já muito acentuada nas atividades das empresas, patrões, trabalhadores e seus representantes no Parlamento estavam dispostos a pagar o preço de uma taxa de juros tão elevada”.

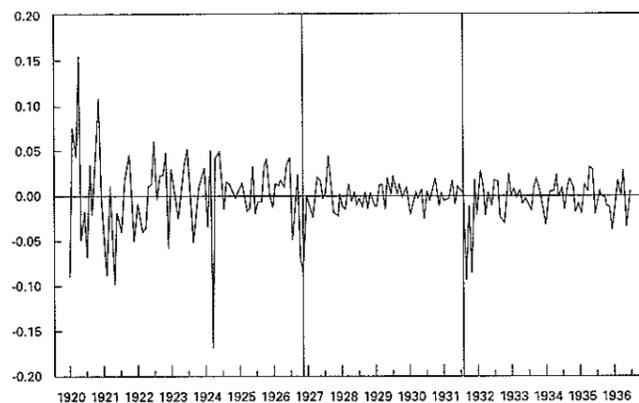
⁵³ A Comissão sobre Gastos Nacionais, presidida por sir George May, chamou a atenção para esses problemas em um relatório publicado em julho.

⁵⁴ Essas dinâmicas foram modeladas formalmente por Ozkan e Sutherland (1994).

⁵⁵ Comissão sobre Finanças e Indústria (1931), p. 92.

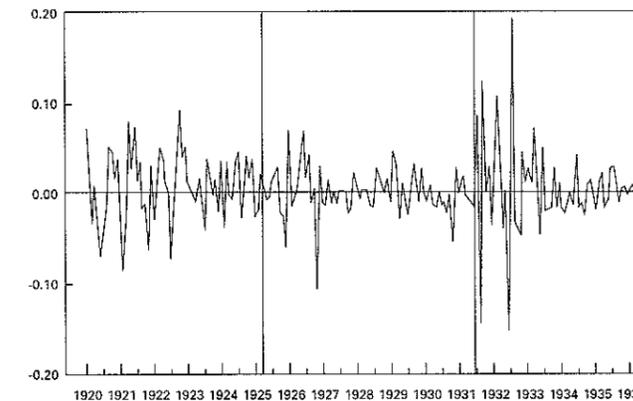
⁵⁶ A cronologia dos eventos sustenta essa interpretação: em 15 de julho, dois dias depois que o Darmstaedter und Nationalbank, uma das maiores instituições financeiras da Alemanha, deixou de abrir suas portas, a libra esterlina caiu 1,5%, furando o ponto de ouro mais baixo em relação a outras moedas fortes. Quando a conferência das sete potências para discutir as reparações de guerra alemãs chegou a um impasse, deixando evidente que a crise alemã não seria solucionada rapidamente, a libra voltou a cair. O corte de 56 milhões de libras nos gastos proposto pelo governo e o sucesso do Banco da Inglaterra em obter créditos do Banco da França e do Federal Reserve Bank de Nova York retardaram o colapso até setembro, mas nenhum desses expedientes reduziu o desemprego nem eliminou o problema que ele gerou para a defesa da paridade da libra.

Gráfico 3.4
Taxa de câmbio real franco-libra esterlina, jan. 1920-ago. 1936
(variação mensal nos preços relativos de atacado)



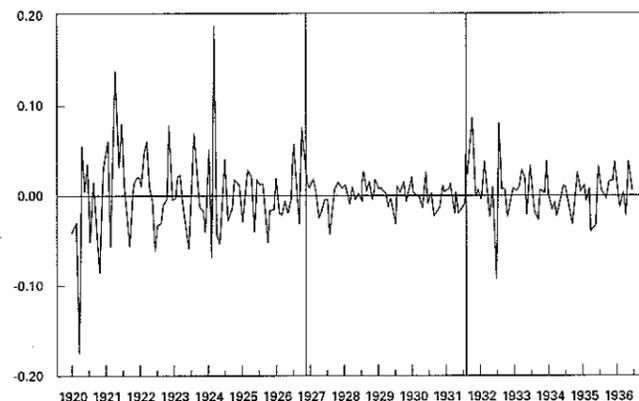
Fontes: Taxas de câmbio nominais do Federal Reserve Board (1943); preços de atacado da International Conference of Economic Services (1938).

Gráfico 3.6
Taxa de câmbio real coroa sueca-libra esterlina, jan. 1920-ago. 1936
(variação mensal nos preços relativos de atacado)



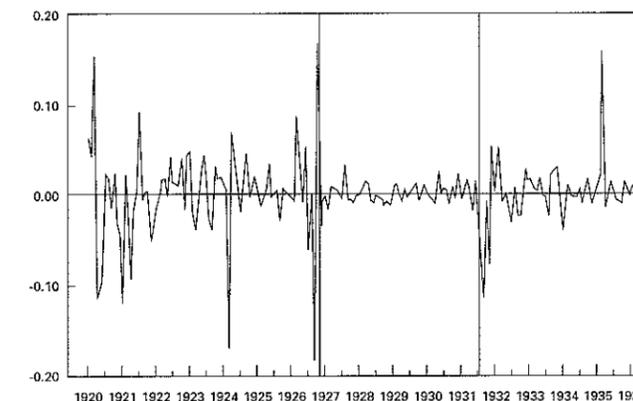
Fontes: Taxas de câmbio nominais do Federal Reserve Board (1943); preços de atacado da International Conference of Economic Services (1938).

Gráfico 3.5
Taxa de câmbio real coroa sueca-franco francês, jan. 1920-ago. 1936
(variação mensal nos preços relativos de atacado)



Fontes: Taxas de câmbio nominais do Federal Reserve Board (1943); preços de atacado da International Conference of Economic Services (1938).

Gráfico 3.7
Taxa de câmbio real franco belga-libra esterlina, jan. 1920-ago. 1936
(variação mensal nos preços relativos de atacado)



Fontes: Taxas de câmbio nominais do Federal Reserve Board (1943); preços de atacado da International Conference of Economic Services (1938).

O Banco da Inglaterra estava disposto a manter sua taxa de desconto em 2,5%, nível vigente em 16 de julho, ou em 3,5%, praticada em 23 de julho, a despeito do desemprego de 20%. Não tendo ocorrido um ataque contra a moeda, a paridade da libra pôde ser sustentada com uma taxa de desconto nesse nível. O que se mostrou insustentável, por razões políticas, foram aumentos adicionais nas taxas de juro, ou mesmo o nível corrente dessas taxas, em virtude da persistência da queda na atividade econômica. Percebendo que havia limites em até que ponto o Banco da Inglaterra estava disposto a ir, e que o Banco e o governo provavelmente reduziriam as taxas de juro e passariam a praticar uma política de "dinheiro barato" depois que a luta em defesa do padrão ouro fosse perdida, os mercados forçaram a mão. A crise alemã foi um ponto focal para a ação conjunta dos "traders" de moedas. Ao vender libras esterlinas em quantidades tão grandes que obrigavam aumentos nas taxas de juro de tal magnitude que nenhum governo democraticamente eleito enfrentando um nível de desemprego de 20% poderia suportar, os mercados precipitaram o abandono de uma paridade que, de outra forma, teria permanecido viável. O fato de o governo ter tomado empréstimos de volumes limitados de moeda forte em Nova York e Londres no início de setembro apenas adiou o dia do acerto de contas final; embora essa iniciativa tenha colocado recursos adicionais nas mãos do governo, ela também fez crescer a dívida externa do país, reforçando o ceticismo dos especuladores em relação às suas perspectivas de longo prazo e encorajando-os a redobrar seus esforços.⁵⁷ Uma vez desfechado o ataque contra a libra, foi impossível contê-lo.

A suspensão da conversibilidade pela Grã-Bretanha em 19 de setembro de 1931, mais do que qualquer outro evento, simbolizou a desintegração do padrão ouro no período entre as guerras. A libra esterlina ocupava o centro do sistema antes da guerra. Ela tinha sido uma das duas âncoras de seu sucessor no período entre as guerras. Então, em três meses, ela perdeu um terço de seu valor em relação ao ouro. Essa desvalorização comprometeu a confiança em outras moedas. As reservas em dólares dos bancos centrais estrangeiros foram convertidas em ouro, em razão dos temores de que eles poderiam sofrer perdas de capital em seus saldos na moeda. Os mercados, subitamente dispostos a pensar o impensável — que o dólar poderia ser desvalorizado —, passaram a vender a moeda, obrigando o Federal Reserve a elevar as taxas de juro.

⁵⁷ Buitter (1987) analisa um modelo no qual a tomada de empréstimos no exterior para defender a taxa de câmbio apenas contribui para intensificar uma crise.

A conversão de dólares em ouro reduziu a base de reservas do sistema monetário mundial. No início de 1932, cerca de 25 países reagiram à pressão abandonando a conversibilidade e desvalorizando suas moedas. Como sistema global, o padrão ouro tinha sido abandonado.

O DÓLAR ENTRA EM CENA

A conversibilidade ao ouro ficou, então, limitada à Europa ocidental (onde a França, Bélgica, Suíça, Holanda, Tchecoslováquia, Polônia e Romênia continuaram a honrar o compromisso), aos Estados Unidos e aos países da América Latina na esfera de influência americana, assim como às colônias ultramarinas daqueles países (as Índias orientais holandesas e as Filipinas, por exemplo). Um segundo grupo de países da Europa central e oriental deu sustentação a suas respectivas moedas adotando controles de câmbio. Embora suas taxas de câmbio tenham permanecido nominalmente inalteradas, os fluxos financeiros internacionais foram controlados e a oferta de moeda estrangeira foi racionada, o que provocou o surgimento de ágio no câmbio negro. Um terceiro grupo foi constituído por países que acompanharam o abandono do padrão ouro pelo Banco da Inglaterra e atrelaram suas moedas à libra. Em consequência desse vínculo, esses países desfrutaram muitos dos benefícios da estabilidade na taxa de câmbio e, como a Grã-Bretanha, baixaram suas taxas de juro para estimular uma recuperação da Depressão.

Nos países que abandonaram o padrão ouro e desvalorizaram suas moedas, caíram os gastos com a importação de produtos dos países do bloco do ouro, que tinham ficado mais caros. Na Alemanha e em seus vizinhos na Europa oriental, os controles de câmbio tiveram o mesmo efeito. Os membros do bloco do ouro sofreram uma deterioração em suas posições competitivas e em seus balanços de pagamentos. Registrou-se uma queda da demanda no mundo do padrão ouro, aprofundando a Depressão e aumentando a pressão em favor de uma reversão nas políticas de austeridade. Diante dessas perspectivas, os investidores começaram a questionar a estabilidade das moedas que permaneceram lastreadas em ouro.

A primeira a cair foi o dólar, que foi desvalorizado em 1933. Até que Roosevelt assumisse a presidência em março, a produção continuou a cair e o quadro de desemprego se agravou. Bancos faliram em número alarmante. A administração Hoover tinha poucas opções, pois o padrão ouro impedia a adoção de medidas reflacionárias. Nos últimos meses de 1931, o Banco da França, que tinha registrado uma perda de 35% em suas reservas em libras em consequência da desvalorização promovida pela Grã-Bretanha, retomou a liquidação de estoques de moedas estrangeiras, inclusive dólares. O Federal

Reserve, que possuía pequenos estoques de ouro livre, foi obrigado a permitir que essas perdas de reservas reduzissem ainda mais a oferta monetária nos Estados Unidos.

Em março de 1932, um Congresso já de olho na campanha eleitoral começou a pressionar para que o Fed iniciasse operações de mercado aberto expansionistas. Esse Congresso promulgou a Lei Glass-Steagall, eliminando os constrangimentos do ouro livre que anteriormente haviam inibido ações expansionistas (embora mantendo o encaixe de ouro em 40%).⁵⁸ A Comissão de Mercado Aberto cedeu à pressão dos congressistas, expandindo o crédito doméstico através da compra de bônus. Previsivelmente, as reservas deixaram o país e a paridade entre o dólar e o ouro ficou ameaçada. Na última hora, o Congresso entrou em recesso em função da campanha pela reeleição, permitindo que o Fed limitasse sua intervenção. Embora a meia-volta do Fed tivesse sucesso em dar suporte à paridade entre o dólar e o ouro, o episódio revelou uma certa margem de apoio a uma ação reflacionária. Isso fez crescer o ceticismo dos mercados de moedas em relação à seriedade do comprometimento das autoridades eleitas, especialmente do Partido Democrata, para com a manutenção do padrão ouro.⁵⁹

A vitória de Roosevelt confirmou os temores dos mercados. Os analistas, conhecedores da inclinação do presidente pelo experimentalismo, estavam conscientes das pressões que sobre ele se fariam sentir, originadas da diversidade de propostas tentando abrir caminho através do Congresso, e visando forçar o Tesouro e o Federal Reserve System a reflacionar a economia. Fazendo coro à Aliança Populista da década de 1890, os representantes dos estados agrícolas aliaram-se aos interesses dos mineradores da prata num esforço para oficializar compras de prata, que eles estavam dispostos a defender, mesmo que o início dessas compras os obrigasse a abandonar o padrão ouro.

Era razoável imaginar que Roosevelt cederia a essas pressões. Prevendo essa eventualidade, os investidores sacaram seu dinheiro dos bancos com o objetivo de convertê-lo em ouro e moeda estrangeira.⁶⁰ Não levou muito tempo para que o novo presidente confirmasse as expectativas dos investi-

⁵⁸ Para obter detalhes sobre o funcionamento da restrição do ouro livre, ver nota 28 deste capítulo.

⁵⁹ Uma análise desses desdobramentos políticos e de seu impacto nos mercados é apresentada por Epstein e Ferguson (1984).

⁶⁰ Para obter mais detalhes, ver Kennedy (1973) e Wigmore (1989). No cap. 4, veremos que há paralelos com a reação do mercado à eleição de John F. Kennedy em 1960.

dores. Ao assumir a presidência em março, ele se defrontou com corridas aos bancos em praticamente todos os estados e decretou um feriado bancário. Na terceira semana de abril, a medida seguinte foi a suspensão da conversibilidade em ouro. O dólar caiu mais de 10% no restante do mês. Depois de um período de estabilidade que coincidiu com a discussão de um possível acordo para a estabilização da moeda durante a Conferência Econômica de Londres, o governo fez baixar o dólar mediante a aquisição de ouro a preços progressivamente mais elevados, fixados a cada manhã por Roosevelt e um pequeno círculo de assessores que com ele tomavam um desjejum no qual não faltavam ovos e café, no próprio quarto do presidente.⁶¹ Em janeiro de 1934, quando o dólar foi finalmente estabilizado, o preço do ouro havia subido de US\$ 20,67 para US\$ 35 por onça.

O abandono do padrão ouro pelos Estados Unidos encorajou outros países a seguir na mesma trilha. Isso resultou na formação de um “pequeno bloco do dólar”, constituído pelos Estados Unidos, Filipinas, Cuba e grande parte da América Central, seguidos à distância pelo Canadá e Argentina. O impacto sobre as nações que permaneceram fiéis ao padrão ouro era previsível. Nesses países, a depressão se agravou, o que fez crescer a pressão pela adoção de políticas reflacionárias. Os saldos em seus balanços de pagamentos diminuíram, colocando em risco a manutenção da conversibilidade, a menos que políticas de austeridade fossem reforçadas. Um a um, os membros do bloco do ouro foram obrigados a suspender a conversibilidade: a Tchecoslováquia em 1934; a Bélgica em 1935; e a França, os Países Baixos e a Suíça em 1936. A volta ao câmbio flutuante estava completa.

FLUTUAÇÃO ADMINISTRADA

As taxas de câmbio, embora novamente flutuantes, com freqüência exibiam variações mais estreitas do que as registradas na primeira metade da década de 20 (ver *flutuação administrada* no Glossário). As Contas de Equilíbrio Cambial intervieram nos mercados, remando contra a maré, com o

⁶¹ Tanto Roosevelt como seus assessores não tinham uma visão coerente de política econômica internacional. Fred Block (1977, p. 26) acusa-os de “evidente incompetência” no entendimento dos conceitos de economia. As opiniões de Roosevelt eram fortemente influenciadas pelas idéias de George Warren e Frank Pearson, dois economistas da Cornell University especializados em questões agrícolas. Warren e Pearson haviam descoberto uma correlação entre os preços das “commodities” agrícolas (que eles tomavam como termômetro da saúde da economia) e o custo do ouro. Para estimular a recuperação dos preços dos produtos agrícolas, eles insistiram em que Roosevelt elevasse o preço do ouro em dólares, provocando, indiretamente, a desvalorização do dólar. Ver Warren e Pearson (1935).

objetivo de evitar acentuadas variações na cotação das moedas. As políticas fiscal e monetária eram menos erráticas, em comparação com a atuação das autoridades nos países de alta inflação na década de 20. Para algumas taxas de câmbio, especialmente no caso da relação entre o franco francês e a libra esterlina, mostrada no gráfico 3.4, as variações, mês a mês, na taxa real assemelhavam-se mais às registradas nos anos imediatamente anteriores à adoção do padrão ouro do que às oscilações verificadas na primeira metade da década de 20. A volatilidade da maioria das outras taxas de câmbio era mais alta, lembrando a do início dessa mesma década.⁶²

Uma vez rompido o vínculo com o padrão ouro, os governos e bancos centrais tinham maior liberdade para adotar políticas econômicas independentes. A Grã-Bretanha pôde dar prioridade ao estímulo à recuperação; o Banco da Inglaterra estava livre para reduzir a taxa de redesconto, desde que estivesse disposto a permitir que a libra sofresse uma desvalorização contra moedas lastreadas em ouro. A redução na taxa de redesconto ajudou a baixar as taxas de juro nominal e real de mercado, o que provocou uma recuperação liderada por setores sensíveis às taxas de juro — como o de construção residencial.⁶³ Em um esforço para conciliar os cortes nas taxas de juro com uma estabilidade nos mercados de câmbio, o Banco da Inglaterra e a British Exchange Equalisation Account (que começou a operar em julho de 1932) promoveram uma intervenção para assegurar que a desvalorização da libra se fizesse de maneira controlada.⁶⁴ Um programa de reflução macroeconômica sob coordenação internacional teria obtido resultados ainda melhores — se todos os países tivessem assumido o compromisso de reduzir suas taxas de juro e expandir seus meios de pagamentos, eles poderiam ter estimulado suas economias com maior eficácia, além de estar em condições de fazê-lo sem desestabilizar suas taxas

⁶² Não se pode rejeitar a hipótese de não haver diferenças entre as variâncias na taxa de câmbio franco-libra no terceiro período retratado no gráfico (setembro 1931-agosto 1936) em comparação com o segundo período (janeiro 1927-agosto 1931). As diferenças no comportamento das outras três taxas de câmbio mostradas nos gráficos 3.5 a 3.7 são mais evidentes, mas é também verdadeiro para a taxa de câmbio coroa-libra que não se pode rejeitar a hipótese de que as variâncias sejam estatisticamente iguais.

⁶³ Matti Viren (1994) mostra que a taxa de redesconto do banco central teve um poderoso efeito sobre as taxas real e nominal, as quais claramente predominaram sobre os efeitos de outros determinantes macroeconômicos das taxas de juro.

⁶⁴ A Conta de Equalização Cambial foi inicialmente autorizada a emitir 150 milhões de libras em notas do Tesouro, que ele utilizou para comprar ouro. Subseqüentemente, a instituição empregou essas reservas para intervir no mercado de câmbio para atenuar o que considerava como flutuações excessivas na taxa de câmbio. Para obter mais detalhes, ver Howson (1980).

de câmbio. Quando os Estados Unidos expandiram sua base monetária, como haviam feito em 1932, o dólar sofreu uma desvalorização, mas se a França tivesse agido simultaneamente da mesma maneira, o dólar teria registrado uma valorização. O padrão ouro e a reflução poderiam ter coexistido. Porém, não foi possível articular medidas reflacionárias sob coordenação internacional. Estados Unidos, França e Grã-Bretanha não conseguiram chegar a um consenso em torno de uma ação conjunta. Em particular, os esforços desses países em chegar a um acordo durante a Conferência Econômica de Londres, em 1933, não produziram nenhum resultado. Os franceses, preocupados com a inflação da década de 20, rejeitaram a reflução monetária, considerando-a uma fonte de excessos especulativos e instabilidade econômica — ou seja, encarando-a mais como parte do problema do que de sua solução. Os britânicos recusaram-se a vincular suas políticas às de um parceiro estrangeiro, cujas intenções viam com desconfiança. Os Estados Unidos recusaram-se a esperar.

Por essa razão, as medidas reflacionárias adotadas na década de 30 foram decididas unilateralmente. Inevitavelmente, elas envolviam a desvalorização da moeda. Disso resultava um aumento na competitividade dos produtos domésticos, estimulando a demanda por eles e estimulando as exportações líquidas. A melhoria na competitividade do país em questão era, evidentemente, a contrapartida da deterioração na competitividade de seus parceiros comerciais. Isso levou alguns analistas a se referirem pejorativamente à depreciação da moeda como uma desvalorização “empobreça-o-próximo” [beggar-thy-neighbor-devaluation]. Mas o fato de que essas desvalorizações eram feitas em interesse próprio não deve obscurecer sua eficácia. A cronologia da desvalorização explica em grande medida o progresso da recuperação. O fato de a desvalorização da libra esterlina ter sido iniciada cedo ajuda a explicar o fato de a recuperação da Grã-Bretanha ter começado já em 1931. A recuperação da economia norte-americana coincidiu com a desvalorização do dólar em 1933. A recuperação tardia da França deveu-se, claramente, ao fato de o país não ter se disposto a promover a desvalorização até 1936. A desvalorização e a recuperação revelaram-se interligadas por um mecanismo direto. Os países que permitiram a desvalorização de suas moedas expandiram suas bases monetárias. A desvalorização eliminou o imperativo do corte de gastos governamentais e do aumento nos impostos para defender a taxa de câmbio. Ela levantou as restrições que impediam os países de estabilizar seus sistemas bancários.⁶⁵

⁶⁵ Dados evidenciando essas relações foram relatados por Eichengreen e Sachs (1985). Campa (1990) e Eichengreen (1988) mostram que as mesmas relações são válidas para a América Latina e Australásia.

Portanto, a desvalorização da moeda na década de 30 foi parte da solução para a Depressão, e não do problema. A desvalorização teria exercido efeitos mais vigorosos se a decisão de abandonar o padrão ouro tivesse provocado a adoção de políticas mais expansionistas. Se os bancos centrais tivessem iniciado programas agressivos de operações expansionistas de mercado aberto, o problema da demanda agregada inadequada teria sido eliminado mais rapidamente. O crescimento na demanda por dinheiro que acompanhou a recuperação poderia ter sido satisfeito por uma expansão do crédito doméstico, em vez de exigir importação adicional de ouro e capital do exterior. Isso teria reduzido as perdas de ouro sofridas por países que continuaram aderindo ao ouro, atenuando os efeitos da assim chamada *desvalorização "empobreça-o-próximo"*.

Entretanto, como fossem muito grandes os temores de inflação, mesmo em meio à recessão, as iniciativas monetárias expansionistas foram tímidas. Os países que desvalorizaram suas moedas e redirecionaram a demanda para os produtos nacionais satisfizeram suas crescentes necessidades de dinheiro e crédito através do reforço de seus balanços de pagamentos e da importação de capital e reservas do exterior. O crescimento nas reservas desses países teve como contrapartida quedas nas reservas dos países que mantinham sua adesão ao padrão ouro. Mas o problema não estava no fato de se praticar a desvalorização; a dificuldade estava em que a prática não foi mais disseminada, e no fato de que não provocou a adoção de políticas monetárias ainda mais expansionistas. O abandono do padrão ouro permitiu que os países reconquistassem sua independência política. E ao usar parte dessa independência na formulação de políticas que incorporavam ações contra tendências dos mercados monetários, esses países tiveram condições de fazê-lo sem permitir que os mercados de câmbio mergulhassem no caos.

Se essa flutuação administrada combinou um pouco de estabilidade cambial com autonomia em política monetária, por que, então, ela não se constituiu em modelo para o sistema monetário internacional depois da Segunda Guerra Mundial? Em larga medida, os analistas do pós-guerra enxergaram a flutuação administrada da década de 30 influenciados pelas lembranças da livre flutuação não tão satisfatória da década de 20. A experiência passada continuou a moldar — distorcer, diriam alguns — as percepções contemporâneas do regime monetário internacional. Outra objeção era de que a flutuação administrada resultava em protecionismo. A desvalorização promovida pelo Reino Unido e pelos Estados Unidos levou a França e a Bélgica a elevar suas tarifas e reduzir suas quotas de importação, numa tentativa de defender suas moedas supervalorizadas. Os formuladores de política não se

opunham simplesmente à volatilidade nas taxas de câmbio no curto prazo por se constituírem em uma fonte de incerteza, mas também às oscilações previsíveis das taxas de câmbio no médio prazo, que alimentavam pressões protecionistas.⁶⁶

Em 1936, com a aproximação da rodada final de desvalorizações, França, Estados Unidos e Reino Unido negociaram o Acordo Tripartite. A França comprometeu-se a limitar a desvalorização do franco em troca do compromisso dos Estados Unidos e da Grã-Bretanha de responder a uma desvalorização com outra. O acordo obrigava os signatários a suprimir as quotas de importação e a trabalhar pela reconstrução do sistema de comércio multilateral. Apesar de o conflito comercial não ser diretamente responsável pela ameaça de guerra que toldava os céus da Europa, flutuações nas taxas de câmbio que geravam conflitos comerciais não contribuíam para fomentar a cooperação entre os países que compartilhavam um interesse em conter as ambições expansionistas da Alemanha. Quando, durante e após a Segunda Guerra Mundial, os Estados Unidos lideraram os esforços de reconstrução do sistema monetário internacional, os norte-americanos buscaram estruturar arranjos que dessem estabilidade às taxas de câmbio com a finalidade específica de dar sustentação ao estabelecimento de um sistema de comércio durável.

CONCLUSÕES

O desenvolvimento do sistema monetário internacional entre as guerras pode ser compreendido em termos de três mudanças políticas e econômicas inter-relacionadas. A primeira foi a crescente tensão entre objetivos conflitantes de política econômica. Estabilidade da moeda e conversibilidade ao ouro eram prioridades inquestionáveis dos bancos centrais e dos Tesouros nacionais até a irrupção da Primeira Guerra Mundial. Nas décadas de 20 e 30, as coisas se passavam de modo diferente. Um conjunto de objetivos econômicos nacionais que poderiam ser alcançados através da utilização ativa de políticas monetárias adquiriu uma prioridade que não possuía no século XIX. A composição entre objetivos internos e externos começou a se impor. A defesa inflexível da estabilidade das taxas de câmbio que caracterizou a política dos bancos centrais antes da guerra tornou-se uma coisa do passado.

⁶⁶ No capítulo 5, desenvolvo um raciocínio similar no contexto da unificação monetária européia e do Programa do Mercado Único da União Européia. Nessa argumentação, sugiro que as oscilações nas taxas de câmbio podiam subverter os esforços para construir um mercado verdadeiramente integrado, assim como haviam comprometido o comércio internacional na década de 30.

Uma segunda mudança, relacionada à primeira, foi a natureza de Janos — o deus bifronte dos romanos — dos fluxos de capital internacionais. Esses fluxos eram parte da cola que ligava as economias dos diferentes países. Eles financiavam o comércio e os investimentos externos através dos quais essas economias se vinculavam. Quando as políticas monetárias tinham credibilidade, esses fluxos de capital aliviavam as pressões sobre os bancos centrais para que estes mantivessem temporariamente suas taxas de câmbio depreciadas. Mas a nova prioridade atribuída a objetivos internos significava que a credibilidade já não deveria ser considerada como algo assegurado. Na nova conjuntura do período do entreguerras, os movimentos de capital internacionais poderiam agravar em vez de aliviar as pressões sobre os bancos centrais.

O terceiro desdobramento que distinguiu os períodos anterior à Primeira Guerra e entre a Primeira e a Segunda Guerra mundiais foi o deslocamento do centro de gravidade do sistema internacional, que se distanciou do Reino Unido e aproximou-se dos Estados Unidos. Antes da Primeira Guerra Mundial, o sistema monetário internacional havia se ajustado ao sistema de comércio internacional como uma mão a uma luva. A Grã-Bretanha tinha sido a principal fonte tanto de capital financeiro como físico para as regiões do mundo de colonização recente; ela se constituía no principal mercado para as exportações de “commodities” que geraram as divisas estrangeiras necessárias para arcar com o pagamento do serviço dos empréstimos contraídos no exterior. No período entre as guerras, os Estados Unidos passaram à frente da Grã-Bretanha, assumindo a liderança nas esferas comercial e financeira. Mas as relações financeiras e comerciais dos Estados Unidos com o resto do mundo ainda não se ajustavam de uma forma que produzisse um sistema internacional harmonicamente funcional.

Por isso, quando, no pós-guerra, os planejadores voltaram a contemplar a reconstrução do sistema internacional, eles procuraram estabelecer uma estrutura capaz de acomodar as mudanças nessas condições. A solução para o problema não foi simples nem imediata.