

Padrão-Ouro e Estabilidade

Renato Leite Marcondes

Doutor em Economia pelo IPE-USP

RESUMO

O artigo aborda a influência do padrão-ouro sobre a estabilidade monetária. Tal sistema vigorou em dois momentos históricos, antes da 1ª Guerra Mundial e no interregno das duas guerras mundiais, mas com resultados econômicos distintos. O sucesso do primeiro não se repetiu no segundo. Discutem-se os motivos de tal diferença com base na literatura recente relativa a este tema. O padrão-ouro não funcionou como pensado idealmente. Embora este sistema tivesse provido uma base para a estabilidade nominal dos preços a longo prazo, ele criou um conflito entre os objetivos domésticos e internacionais da política econômica.

PALAVRAS-CHAVE

padrão-ouro, política monetária, história da moeda, sistema monetário

ABSTRACT

This article examines the influence of gold standard on monetary stability. This system was in effect in two historic moments: before I World War and between the two world wars, but with distinct economic results. The success in the first period did not repeat itself in the second one. The reasons for the difference are discussed, based on the literature concerning this subject. The international gold standard did not function ideally. Although the standard provided a basis for nominal stability over the long run, it created a conflict between domestic and international policy objectives.

KEY WORDS

gold standard, monetary policy, money history, monetary system

auri sacra fames

“The instability of money has been compounded (...) of two elements: the failure of the national currencies to remain stable in terms of what was supposed to be the standard of value, namely gold; and the failure of gold itself to remain stable in terms of purchasing power.”

(JOHN M. KEYNES, *Alternative aims in monetary policy*, 1923)

Persiste uma interpretação do padrão-ouro como garantia de estabilidade do valor da moeda nacional, criando condições favoráveis ao crescimento da renda. Segundo Eichengreen, este sistema é propalado como sinônimo de estabilidade: *“The gold standard, then, is conventionally portrayed as synonymous with financial stability.”* (1992, p. 4) Em países com inflação crônica, como o Brasil na década de 1980, em situação de grande instabilidade financeira, tal interpretação ressurgiu com uma receita eficaz para a solução definitiva destes desequilíbrios, com a introdução de um lastro real ou uma âncora nominal à oferta de moeda de todos os países sob tal sistema. A convicção nostálgica e entusiasmada do sucesso da adoção do padrão-ouro para a estabilização está calcada na experiência da economia mundial sob a vigência deste sistema, especialmente no período 1879-1913, quando, segundo tal visão, houve um crescimento econômico generalizado com relativa estabilidade de preços. Assim, nos últimos anos, com o fim do Sistema de Bretton Woods e a flutuação das taxas de câmbio, principalmente a partir de 1973, grandes discussões têm ocorrido sobre qual sistema monetário mundial poderia ser adotado. Nestas condições, o padrão-ouro revive como uma possível solução, como, por exemplo, nas discussões da U. S. Gold Commission. As duas crises do petróleo (1973 e 1979), o crescimento da inflação nos países desenvolvidos e a crise econômica e financeira mundial no início dos anos 80 reforçaram a posição do grupo defensor da existência de um lastro para a moeda internacional, como o padrão-ouro, impondo restrições à oferta de moeda mundial. O sistema atual de taxa de câmbio flutuante é comumente visto como causador das instabilidades financeiras. O surgimento de grandes blocos econômicos recoloca a questão de qual regime monetário internacional deve ser adotado entre os países membros. Não pretendemos responder a tal questionamento, mas apenas analisar os resultados de uma escolha possível, o padrão-ouro, à luz da experiência histórica.

Acompanhamos a evolução recente da literatura sobre o comportamento da economia mundial de 1879 a 1939, quando vigorou o padrão-ouro, e o papel assumido pelo sistema monetário e financeiro na determinação de tal resultado. Procuramos observar as divergências entre o modelo teórico de ajustamento entre

os países e o seu funcionamento na prática, como também suas implicações diferenciadas pelos diversos países, especialmente entre os centrais e os periféricos. Destarte, dividimos o estudo em dois períodos: o primeiro, de 1879 a 1913, assumido como sendo a época áurea do sistema, em função de um vangloriado crescimento econômico mundial com estabilidade de preços e a existência de significativos fluxos de capitais. Discutimos ainda nesta seção a passagem de um sistema bimetalico para um monometalico. No segundo período, de 1919 a 1939, o padrão-ouro não foi suficiente para manter o crescimento como anteriormente, sendo o período caracterizado por grandes instabilidades, como, por exemplo, os problemas de inflação e até hiperinflação de alguns países. Atentamos especialmente para a importância do retorno, manutenção e abandono do padrão-ouro para a crise de 1929 e a depressão dos anos trinta. Não pretendemos detalhar os condicionantes da depressão, mas apenas o papel do padrão-ouro. Por último, realizamos uma comparação das evidências empíricas do padrão-ouro nos dois períodos e também com relação aos sistemas monetários adotados após a Segunda Guerra (sob a vigência de Bretton Woods).

Einchengreen (1992) associou aos períodos dois resultados distintos do padrão-ouro: na fase pré-guerra de estabilidade e na fase entre guerras de instabilidade. Charles Kindleberger (1973) argumentou que o relativo sucesso pré-guerra decorreu da posição adotada pela Inglaterra, por meio do Banco da Inglaterra, de emprestadora em última instância. Na fase entre guerras, segundo Kindleberger, a Inglaterra não possuía condições de continuar atuando de modo semelhante, e os EUA ainda não estavam preparados para assumir tal tarefa. Desta maneira, Kindleberger defende a existência de uma liderança econômica mundial, hegemônica, para a manutenção da estabilidade. Einchengreen critica tal visão, e ao reavaliar o período 1879 a 1913 observou a importância de outros Bancos Centrais além do inglês, principalmente o Banco da França e o Reichsbank, auxiliando-o no sentido de garantir a estabilidade do sistema financeiro mundial. Por exemplo, nas crises mundiais de falta de liquidez de 1890 e a financeira de 1907 o Banco da Inglaterra recorreu aos Bancos da França e Alemanha para impedir uma maior elevação da sua taxa de desconto. Assim, a atuação conjunta dos países permitiu a manutenção do padrão-ouro por um período relativamente longo, embora a posição preponderante da Inglaterra fosse fundamental.

Para o autor, a estabilidade do período anterior à primeira guerra decorreu de duas propriedades principais do padrão-ouro nesta época: cooperação e credibilidade. A cooperação entre os países compreendeu desde o auxílio em momentos de dificuldades, por algum acordo tácito e em benefício mútuo, como vimos acima, até a tomada de decisões coordenadamente. A credibilidade de suas políticas públicas, particularmente na sua obrigação (*commitment*) de manter uma particular paridade da moeda nacional com o ouro, gerou uma certa automaticidade nas

decisões de ajustamento do sistema, pois não haveria a necessidade de grandes discussões quanto a se deveria ou não continuar sob a vigência do padrão-ouro. A regra imposta pela adoção do padrão-ouro facilitou a tomada de decisões de política econômica e o seu cumprimento contribuiu para a credibilidade por parte dos indivíduos destas ações. No debate para definir qual a melhor política econômica, entre uma ação baseada em regras ou discricionária (*rules versus discretion*), o padrão-ouro situou-se claramente ao lado da primeira, em função do compromisso de manter a paridade de conversão da moeda nacional em ouro. No período entre guerras, segundo Eichengreen, não faltou a hegemonia de um certo país, mas a credibilidade de cada um dos países em sustentar a sua paridade e a cooperação entre as nações que poderia auxiliar tal tarefa, como existiu anteriormente.

PADRÃO-OURO: 1879-1913

Até meados do século XIX ainda não havia se constituído um sistema monetário com uma única moeda na Europa. Predominava o sistema bimetálico com o ouro e a prata, com exceção apenas da Inglaterra, onde o ouro foi adotado como padrão desde 1821. Tal sistema de duas moedas em circulação apresentava o inconveniente da Lei de Gresham, segundo a qual quando ocorria uma alteração do preço relativo entre as moedas no mercado não monetário, por alguma mudança na oferta de um dos dois metais, como a descoberta de uma nova mina, acima ou abaixo da taxa oficial de conversão, haveria a tendência à exclusão de uma delas. A moeda demandada neste mercado por um valor, em relação ao outro metal, acima da taxa oficial deveria sair de circulação, enquanto a outra permaneceria. Isto é, a moeda má, com seu valor relativo no mercado abaixo da oficial, expulsaria a boa, a qual tinha sua função alterada de meio de troca para reserva de valor ou outras finalidades distintas de moeda no mercado não-monetário. Assim, haveria uma tendência a um equilíbrio instável, a qualquer diferença entre o valor de mercado e o legalmente fixado (supondo que tal diferencial podia cobrir o custo da troca das moedas).

Enquanto a maioria dos países adotava um sistema monetário bimetálico, a Inglaterra, desde de 1717, estaria sob o padrão-ouro *de facto*, segundo Eichengreen, mas somente em 1821 tal sistema seria plenamente implantado. Desde a década de 1660, quando foi cunhada uma moeda de ouro sem equivalente em prata, o guinéu, em alusão ao local de origem do ouro na África, iniciou-se um processo de criação de um padrão monetário único. Em 1717, a casa de cunhagem, o Mint, decidiu estabelecer um preço para o guinéu, em termos de prata, muito elevado, acima do valor de mercado. Pela lei de Gresham, a prata tendeu a ser eliminada da circulação. Eichengreen ressalta o papel de Sir Isaac Newton neste ato: “(...) *on a full legal gold standard from 1821 and on a de facto gold standard from 1717, when Sir Isaac Newton,*

then Master of the Mint, set too high a silver price for the gold guinea." (EICHENGREEN, 1985, p. 4) Durante as Guerras Napoleônicas a cunhagem das moedas de ouro e prata foi suspensa, o Banco da Inglaterra passou a recorrer à emissão de papel-moeda para preservar suas reservas de ouro, como uma forma de financiar as despesas militares. As notas circulavam de forma muito restrita até esse momento, pois a população apresentava grande desconfiança com relação a elas.¹ John Kenneth Galbraith observou que: *"Em 1797, sob condições de grande tensão, incluindo a expectativa de que os franceses logo desembarcariam, o banco suspendeu o direito de resgate de suas notas e seus depósitos em ouro e prata. A consequência imediata mais importante foi o pronto desaparecimento de moedas de ouro e prata e uma falta de moedas para pequenas transações. As pessoas passavam as notas e conservavam o metal. Gresham, mais uma vez."* (GALBRAITH, 1997, p. 32) Isto criou um ágio favorável às moedas metálicas, em virtude da inflação durante as guerras. Em 1810, o nível de preços era 75% maior do que em 1790. (Cf. RIVOIRE, 1991, p. 66) Nessa época, a câmara dos comuns criou uma comissão de especialistas para dar um parecer. David Ricardo participou dos debates. Duas opiniões afloraram: a primeira, partilhada por Ricardo, era de que havia um excesso de papel-moeda e, por isso, uma perda de seu valor; a segunda visão percebia a emissão como uma contrapartida da demanda do público. A solução encontrada foi o estabelecimento da convertibilidade das notas em ouro à taxa de mercado igual à fixada em 1717, por meio da Lei de Cunhagem de 1816. Não se implantou imediatamente tal medida. A restauração efetiva da paridade ocorreu em 1821. Ricardo venceu.² Houve a limitação do poder liberatório da prata, cunhando moedas de prata simbólicas, com valor facial maior do que seu valor intrínseco. Em 1844, completou-se o modelo inglês do padrão-ouro, que serviu de preceito para outros países, com a restrição ao montante de emissão das notas (14 milhões de libras). Além deste limite, as emissões devem ser cobertas integralmente por depósitos em ouro e prata, sendo no máximo um quarto desta última.

A prematura constituição do padrão-ouro na Inglaterra decorreu das dificuldades anteriores de manter o bimetalismo a uma taxa distinta da França, país detentor de enormes reservas na época, e a expectativa de uma maior estabilidade com o ouro, o qual era visto como um metal de maior dificuldade de obtenção do que a prata.

1 Ver o episódio do escocês John Law na França no início do século XVIII, quando criou um banco emissor de notas. O sucesso inicial provocou a tentação de novas emissões. *"Se algo é bom, mais deve ser ainda melhor."* (GALBRAITH, 1997, p. 21) Para sustentar as novas emissões criou-se um lastro numa companhia de exploração da Luisiana. Todavia, tal empresa não saiu do papel ... (ver GALBRAITH, 1997, p. 18-24).

2 Em consequência, houve uma retração do nível de preços e em 1824 ele chegou a cerca da metade de 1814. (Cf. RIVOIRE, 1991, p. 70)

(Cf. FRIEDMAN, 1992, p. 135-40) Por outro lado, a decisão de um padrão monometálico por parte da Inglaterra, país com crescente importância na economia mundial durante o século XIX (*Pax Britannica*), ajudou a disseminar o padrão para os demais países, com os recém-ingressos atuando como se fossem seguidores do Banco da Inglaterra na segunda metade do século, num jogo de líder e seguidor. Segundo Friedman: “(...) a afirmação de que o ouro teria um valor mais estável que a prata tornou-se uma profecia fortemente auto-realizada a partir do momento em que o ouro foi escolhido como padrão. (...) Contudo, se a Grã-Bretanha tivesse escolhido a prata na expectativa de que seu valor fosse mais estável, esta teria provavelmente sido também uma profecia auto-realizada.” (FRIEDMAN, 1992, p. 139)

Os EUA, depois de um período inicial sob a vigência do padrão-ouro *de facto* de 1834 a 1862, retornou ao padrão-ouro a partir de 1879, após a guerra civil e um período de taxa de câmbio flutuantes, com os *greenbacks* (papel-moeda inconvertível, *fiat*). Entre 1834 e 1862 existia uma taxa de convertibilidade de 1 onça de ouro para 16 de prata. Por outro lado, o valor do ouro no mercado não-monetário era menor que 16 vezes o da prata, especialmente a partir de 1848 com as descobertas de ouro na Rússia, Austrália e Califórnia, o que conduziu ao funcionamento da Lei de Gresham, com a tendência da moeda má, o ouro, expulsar a prata de circulação. Nos EUA sempre houve um longo debate sobre qual das duas moedas deveria ser tomada como padrão, o ouro ou a prata, atrasando a instalação de um sistema monetário único, não apenas por parte dos produtores dos dois metais preciosos que pressionavam para a manutenção de sua moeda em circulação. Até um candidato a presidente propunha, em 1896, o retorno ao bimetalismo. (Cf. FRIEDMAN, 1992, Capítulo 6) Outros países passaram a adotar o padrão-ouro. Portugal tomou esta decisão em 1854. Na Itália isto ocorreu tão logo houve a unificação do país (1861), embora por um período curto, até 1865, retornando somente em 1884. A Suécia adotou o ouro como base do seu sistema monetário em 1873, sem a existência do monopólio de emissão, com a permissão da circulação das notas emitidas por bancos privados até 1903. Durante o século XIX, não somente o Riksbank sueco, como também em outros países, como o Banco da Inglaterra, o banco emissor era privado e lentamente passou a assumir as funções de banco central. Na Alemanha o padrão-ouro ocorreu com a unificação do país e o término da Guerra Franco-Prussiana em 1871, favorecido pelas reparações pagas pela França.

Os países que compunham a União Monetária Latina (França, Bélgica, Suíça, Espanha, Itália e Grécia) apresentaram um comportamento distinto dos países anglo-saxões, pois a Lei de Gresham não atuou tão vigorosamente, postergando a adoção do padrão-ouro. No caso da França, havia a necessidade de realizar o pagamento em ouro, para a Alemanha, relativas às indenizações de guerra, sendo tal afluxo fundamental para a instalação do padrão-ouro alemão, liberando um

grande volume de prata neste processo. A manutenção do bimetalismo francês conduziria a uma inflação em termos de prata (quando da expulsão do ouro). Para evitar o efeito inflacionário, a França proibiu a livre cunhagem da prata e adotou o padrão-ouro em 1875. (Cf. FRIEDMAN, 1992, p. 122-5) Friedman (1992, p. 117-141) aventa a possibilidade de maior estabilidade nominal dos preços sob a vigência de um sistema bimetalico do que um monometalico, pois o primeiro poderia se beneficiar da repartição das flutuações sobre ambos os mercados - do ouro e da prata. A arbitragem entre o mercado oficial e o não-monetário só ocorreria quando as diferenças nos preços relativos dos dois metais superassem os custos da transação (transporte, cunhagem, seguro etc). Além desta pequena faixa de variação dos preços relativos, haveria a substituição de uma moeda pela outra. À medida que isto acontecia, o meio circulante tornar-se-ia cada vez mais concentrado em uma das moedas. Se a procura pelo metal mais valioso esgotava o seu estoque monetário, alcançar-se-ia o monometalismo. Até o término do montante em circulação da moeda mais demandada não teríamos o rompimento do sistema bimetalico. No caso de um modelo monometalico não haveria a dissolução do padrão monetário se os ganhos com a arbitragem dos mercados superassem os custos de transação, mas sim uma variação generalizada dos preços com relação ao valor da moeda. O bimetalismo evitaria um movimento do nível geral de preços, permitindo uma margem maior. A estabilidade superior aconteceria dentro desta nova faixa possibilitada pelo bimetalismo. Uma flutuação resultante de um grande afluxo de ouro para um país sob a égide do padrão-ouro produziria uma inflação superior à resultante de afluxo idêntico em outro país seguidor do bimetalismo, em decorrência da existência de um estoque de prata, que vai ter de ser completamente trocado à paridade oficial pelo ouro, antes de vigorar o monometalismo. Assim, Friedman discorda da visão convencional de que o sistema bimetalico geraria uma instabilidade superior ao monometalico, seja com base na prata ou no ouro.³ Na França existia uma forte tendência ao uso de moeda metálica em vez do papel-moeda, talvez por causa da hiperinflação dos *assignats* durante a Revolução Francesa. Em 1850 a França respondia por um terço do estoque de ouro mundial e em 1870 a participação francesa subiu para mais da metade do

3 Outros autores também apresentaram propostas de sistemas monetários alternativos ao padrão-ouro, como o simetalico de Marshall, no qual a unidade monetária combinaria quantidades fixas de ouro e prata, e o tabular de Jevons, onde a moeda consideraria a inflação e seria utilizada nos contratos de longo prazo. Para Friedman, o padrão simetalico ainda apresentaria maiores vantagens do que o bimetalismo, por não permitir o funcionamento da lei de Gresham: “Com o padrão bimetalico, o preço relativo dos dois metais é fixo, mas as quantidades relativas usadas como dinheiro são variáveis. Com um padrão simetalico, as quantidades relativas dos metais usados como dinheiro são fixas e o preço relativo é variável; daí que não existe qualquer risco de que um padrão legal simetalico seja convertido num padrão monometalico de facto.” (FRIEDMAN, 1992, p. 130)

ouro do conjunto dos países. Do total do saldo de transações (moeda metálica mais papel-moeda e depósitos bancários) o ouro e a prata representavam mais de 70% na França, enquanto nos EUA tal parcela era de cerca de 15%. (Cf. FRIEDMAN, 1992, p. 122n) Destarte, as condições foram propícias à permanência e ao funcionamento do bimetalismo francês, sem a saída de uma das moedas de circulação entre 1803 e 1873, com os valores dos metais no mercado não-monetário oscilando muito próximo da paridade oficial.

O padrão-ouro implicava a aceitação das regras do jogo: a convertibilidade da moeda doméstica em ouro a uma paridade oficial fixa (comprometendo-se a mantê-la, *commitment*), liberdade para os cidadãos privados importar ou exportar ouro e uma regra relacionando a quantidade de moeda em circulação no país ao seu estoque de ouro. (Cf. EICHENGREEN, 1985, p. 3-4) Tais regras permitiam a automaticidade dos ajustamentos de desequilíbrios nas contas externas e uma simetria entre o nível de preços dos países, em função da âncora nominal. O patamar de preços seria determinado endogenamente pela demanda e oferta de ouro, considerando também o uso não-monetário do ouro. Se um país necessitava suspender temporariamente a convertibilidade, por motivo de guerra ou outro choque de grande repercussão, deveria comprometer-se em retornar o padrão-ouro à paridade anterior tão logo fosse possível, mesmo que para isto fosse forçado a uma recessão para deflacionar os preços internos. Tal sistema permitia a execução de políticas coordenadas, de modo a proteger ou arrefecer os efeitos de um choque comum a todas as nações, mas não quando exclusivo sobre um país. Ao contrário, se estivesse sob taxas de câmbio flutuantes, existiria liberdade para a autoridade monetária anular os efeitos dos choques específicos de seu país com uma política monetária independente.

O funcionamento dos mecanismos de ajustamento dos desequilíbrios externos entre os países requeria a existência destas propriedades para a garantia dos fluxos de capitais estabilizadores. Numa situação onde um país sofria um choque externo, perdendo termos de troca, pelo modelo de David Hume, de *price-specie-flow*, o ajustamento necessário consistia em reduzir o estoque de moeda do país em função do surgimento do déficit, transferindo ouro para o país superavitário. Neste sistema, a transferência só ocorria se a diferença nas cotações do ouro no mercado, usado com fins não-monetários, em relação à oficial cobrisse os custos de transporte e seguro do ouro de um país para o outro, e o valor que viabilizaria a realização da transferência é denominado de *golden point*. O ajustamento previsto pela teoria em tal situação determinaria a perda de meio circulante, ouro, provocando a deflação do nível de preços interno do primeiro país, por meio da redução da renda interna, a fim de permitir um novo equilíbrio externo. Contudo, há outra possibilidade de ajustamento mediante à elevação da taxa de juros, menos traumática que a anterior, pois não geraria um desequilíbrio interno tão grande como na outra alternativa,

mediante a atração de fluxos de capitais para o país via aumento da taxa de juros, criando condições para a resolução do déficit externo, supondo a existência de credibilidade e cooperação entre os países. Assim, o penoso mecanismo teórico de ajustamento poderia ser evitado, reduzindo, na prática, as transferências de ouro entre os países e predominando as esterilizações dos afluxos de ouro sobre a oferta de moeda.⁴ No caso do país deficitário, haveria a possibilidade de tomar empréstimos externos via um aumento da taxa de juros, o que evitaria a deflação. No país superavitário, quando houvesse o crescimento das reservas em ouro, poderia não aumentar a oferta de moeda, com a compra da moeda estrangeira em poder dos exportadores por meio da venda de títulos, impedindo o surgimento da inflação. (Cf. ROLFE & BURTLE, 1975)

A Inglaterra assumiu papel preponderante na economia mundial, principalmente com relação aos fluxos de comércio e de capitais internacionais, como também na ausência de crises sinalizando aos demais países qual política adotar, coordenadamente com a inglesa. Nos momentos de crise havia a necessidade de uma cooperação internacional, com o auxílio mútuo evitando a propagação e o agravamento da situação. Desde o início do século XIX a Inglaterra realizava empréstimos aos demais países europeus. A partir de meados do século houve um grande crescimento do volume dos empréstimos, que também passaram a envolver investimentos diretos, destinando-se aos diversos países além dos europeus, como, por exemplo, os EUA e a América Latina. Os movimentos de capitais beneficiaram-se das condições propiciadas pelo sistema monetário adotado, como os baixos riscos de longo prazo da flutuação da taxa de câmbio e da previsibilidade, também a longo prazo, dos preços em geral sob a vigência do padrão-ouro. Deste modo, a Inglaterra apresentou um aumento dos seus investimentos externos de 1.189 milhões de libras, em 1880, para 4.004 em 1914. O mesmo ocorria na Alemanha e na França, com crescimentos parecidos, em igual período, de 245 para 1.223 milhões de libras e de 595 para 1.766 milhões de libras, respectivamente. As tais

4 A perda de ouro por um país deficitário no Balanço Comercial deveria implicar uma proporcional retração da oferta de moeda e de crédito interno. Supondo flexibilidade dos preços e dos salários, a restrição ao crédito reduziria o emprego e a renda interna, os quais afetariam o nível de preços da economia, permitindo uma maior competitividade dos bens comercializáveis internacionalmente e o arrefecimento do déficit comercial. MCCLOSKEY & ZECHER (1976) mostram, empiricamente, a pequena relação nos países sob a égide do padrão-ouro entre a oferta de crédito interno e os fluxos de ouro. Além disto, não havia um paralelismo (simetria) tão forte entre os preços dos diversos países, como se supunha existir, teoricamente, na vigência do padrão-ouro, especialmente nos bens comercializáveis. Tais autores perceberam uma profunda dissociação entre a teoria do padrão-ouro e a prática entre 1879 e 1913, atribuindo este fato à existência de grandes fluxos de capitais internacionais.

inversões em outros países relacionavam-se à disseminação do desenvolvimento das ferrovias e de empresas de geração de energia elétrica. (Cf. NURKSE, 1954, p. 134-50) Assim, os países que recebiam os afluxos de capitais poderiam manter o padrão-ouro com déficits na balança comercial e na conta corrente, favorecendo às exportações inglesas. Tal volume e amplitude dos movimentos de capitais neste período áureo do padrão-ouro não se repetiu logo após o acordo de Bretton Woods, com exceção do Plano Marshall, até o seu ressurgimento a partir do final dos anos 50, e seu agigantamento mais tarde com o mercado de “eurodólar”.

O funcionamento do sistema financeiro mundial era de certo modo perverso para os países periféricos, dificultando a continuidade do padrão-ouro para estas nações nas fases recessivas. Durante a fase expansiva da economia mundial os preços das *commodities* elevavam-se. Neste momento havia disponibilidade da contratação de empréstimos e a atração de investimentos estrangeiros, diminuindo a possibilidade de problemas na balança comercial. Deste modo, o padrão-ouro adequava-se plenamente à realização de tais inversões. Quando a economia mundial passava por uma fase recessiva, um pequeno aumento da taxa de desconto do Banco da Inglaterra, objetivando evitar um desequilíbrio da balança de pagamentos, determinaria o repatriamento dos capitais investidos nos países periféricos, forçando a rápida liquidação de seus investimentos nestas nações e uma melhora das contas externas inglesas. Isto acentuaria a redução dos preços das matérias-primas importadas decorrente da queda da sua demanda mundial e um aumento da competitividade dos produtos ingleses, com a melhora dos termos de troca para os países centrais em detrimento dos periféricos. O estrangulamento externo dos países periféricos, resultante da queda dos preços dos produtos primários, era agravado pela fuga de capitais e pela necessidade de realizar maiores pagamentos dos serviços da dívida externa. Nesta fase poderia não haver condições para a manutenção do padrão-ouro pelo país, dependendo da dimensão do choque, tamanha seria a pressão pela desvalorização da moeda nacional. Assim, os países periféricos apresentavam dificuldades em permanecer no padrão-ouro, pelas próprias flutuações cíclicas da economia mundial, independentemente de outros fatores, como guerras e revoluções que poderiam gerar o abandono. Havia uma assimetria de ajustamento do sistema, os países centrais apresentavam condições facilitadas, enquanto os países periféricos sofriam sérias dificuldades em permanecer no padrão-ouro nas fases contracionistas. (Cf. TRIFFIN, 1985)

A falta de uma política acomodativa às variações na demanda de moeda e a atuação não tão coordenada com outros países por parte dos EUA podiam deflagrar crises monetárias mundiais. Os EUA não dispunham de políticas acomodativas para as mudanças da demanda de moeda e não atuaram tão coordenados com os bancos centrais europeus. Como sua oferta de moeda era quase inelástica e a demanda de moeda alterava-se ao longo do tempo, por diversos motivos inclusive sazonais, os

EUA necessitavam de aporte de ouro durante certas épocas, provocando desequilíbrios nos demais países. Podemos ilustrar tal fato com a crise de 1907, resultante da desestabilização do mercado financeiro mundial pela drenagem de ouro e crédito pelos EUA, numa situação internacional não propícia a tais transferências. A Inglaterra procurou resistir à perda de ouro, elevando sua taxa de desconto de 3,5% para 6% em menos de um ano, acentuando a crise. (Cf. HUFFMAN & LOTHIAN, 1984, p. 475-76) A resolução da crise dependeu muito mais das ações cooperativas dos bancos centrais europeus do continente do que do Banco da Inglaterra. Assim, durante a vigência do padrão-ouro continuaram a ocorrer instabilidades financeiras; contudo, a ação cooperativa possibilitava a sua atenuação.

A rigidez do estoque de moeda e do próprio padrão-ouro produziu um resultado empírico de alternância entre crescimento de preços e renda. A explicação tradicional caminhou pela Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Quando ocorreu uma aceleração do crescimento da produção mundial, houve uma tendência ao declínio do nível de preços, em consequência de um aumento da demanda de ouro monetário e não-monetário superior à demanda passível de acomodação pelo estoque e pela produção de ouro. A deflação do nível geral de preços e o aumento do preço do ouro pode induzir à substituição do ouro em suas funções não-monetárias, passando a ser usado na circulação, e a um aumento da sua produção.⁵

A adoção do padrão-ouro impunha o cumprimento da regra de conversão da moeda nacional em ouro, gerando a endogeneidade da política monetária. A cada flutuação da economia não havia a necessidade da tomada de novas decisões por parte do governo, pois o ajustamento era automático. O estoque de moeda do país podia sofrer flutuações significativas, por influência de ações de outros países ou de sua balança de pagamentos, condicionando a renda interna. O funcionamento do padrão-ouro neste período decorreu da credibilidade da população de que a obrigação na manutenção da regra continuaria, cláusula fundamental para a existência da âncora nominal, e da cooperação e coordenação das ações dos países.

5 Há uma grande discussão na literatura sobre as relações entre contrações monetárias e pânico financeiros como condicionantes de movimentos cíclicos de retração do nível de produção. Dois trabalhos se destacam: o de KINDELBERGER (1978), *Manias, Panics, and Crashes*, e o de CAGAN (1965), *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960*. O primeiro autor defende a importância dos movimentos de pânico na determinação dos ciclos econômicos, que em geral se seguem naturalmente após o ápice de um *boom*, porém a oferta de moeda nestes momentos pode apenas atenuar o ciclo depressivo, não havendo possibilidade da acentuação da crise com uma retração monetária. O segundo também aceita a influência do pânico nas flutuações econômicas, contudo acredita que o comportamento da oferta de moeda pode diminuir ou aumentar o efeito do movimento de pânico, não assumindo sua passividade.

A desconfiança a respeito da credibilidade do *commitment* neste sistema e em outros regimes monetários com regras, como a taxa de câmbio fixa com moeda fiduciária, sobre a manutenção do controle da oferta de moeda poderia gerar um processo inflacionário, que inviabilizaria a própria regra. Tais propriedades sob o padrão-ouro viabilizaram os grandes fluxos comerciais e de capitais do período, aliado a um extraordinário crescimento da produção de ouro, especialmente da Califórnia, África do Sul e Austrália, irrigando a economia mundial. Assim, evitaram-se os penosos ajustamentos por meio da retração da oferta monetária, deflação e redução do nível de renda. Embora a oferta de moeda seja determinada exogenamente, fora do controle direto dos *policies makers*, não podendo ser passível de uma sintonia fina independente, os países tornaram-se vulneráveis às grandes flutuações do nível de renda, em função do eficiente mecanismo de transmissão de choques externos, positivos ou negativos: o padrão-ouro.

Diversas condições apontadas acima possibilitaram o bom funcionamento do padrão-ouro no período, com uma estabilidade nominal de longo prazo significativa para os EUA, Inglaterra e França. Todavia, a economia mundial ficou sujeita às flutuações da renda e dos preços, principalmente a curto prazo, de acordo com os desequilíbrios da demanda e da oferta de ouro. Além de seus membros terem abdicado da realização de políticas monetárias e fiscais autônomas na defesa da economia doméstica, as crises eram transmitidas rapidamente ao restante da economia, aumentando a vulnerabilidade a choques externos. Por último, poderia haver uma tendência de longo prazo à deflação mundial em virtude da dificuldade da oferta de ouro em acompanhar o crescimento da economia mundial, impondo a necessidade de alterações na paridade das moedas nacionais com o ouro. (Cf. BARRO, 1979)

PADRÃO-OURO: 1919-1939

Ao final da 1ª Guerra Mundial a preocupação central dos países europeus na área monetária foi a de restaurar o sistema existente no período pré-guerra, com as mesmas paridades. Todavia, as condições econômicas mostraram-se distintas. A Rússia abandonou o mercado mundial, desobrigando-se de suas dívidas, que se concentravam com a França. O parque produtivo europeu, em especial o industrial, encontrava-se muito deteriorado, necessitando de grandes investimentos para ser reconvertido aos fins civis e poder competir com as indústrias de outras nações. Os EUA apresentaram uma expansão muito significativa, e passaram a ser credores dos países europeus. A França e a Alemanha concentraram-se muito na discussão das reparações de guerra. Neste contexto, a possibilidade da realização de uma solução cooperativa mostrou-se muito menor do que anteriormente.

A posição política e econômica americana tornou-se muito importante e a sua preocupação com os interesses internos tendeu a prevalecer nas suas decisões. A partir de 1919 os EUA cancelaram sua ajuda para a manutenção da estabilidade do franco e da libra, provocando uma forte depreciação das mesmas. Entre 1920 e 1921, a Inglaterra e os EUA apresentaram uma severa contração monetária e de renda. Na Inglaterra, tal recessão decorreu da intenção de retornar ao padrão-ouro, com a mesma taxa de câmbio do período pré-guerra. Em função da inflação ocorrida durante a guerra, uma substancial e dolorosa redução do estoque de moeda era requerida para gerar uma deflação.

Os fluxos financeiros entre os países reduziram-se, nesse período, pelos mesmos motivos: falta de cooperação e cordonação. Os EUA foram um dos poucos países a fornecer crédito aos demais. A França, Bélgica e Itália passaram por políticas expansivas e inflações altas, sem se preocuparem com a restauração da paridade anterior à guerra, e conseguiram uma recuperação econômica mais rápida entre 1921 e 1927 do que os países que procuraram restabelecer o padrão-ouro nos níveis pré-guerra, como a Inglaterra, Suécia, Espanha, Estados Unidos, Japão. (Cf. EICHENGREEN, 1992, p. 183-184)

O retorno de fato ao padrão-ouro, devido às grandes flutuações e instabilidades no início dos anos vinte, somente ocorreu em 1924 na Alemanha, em 1925 na Inglaterra, em 1927 na Itália e em 1928 na França. Ao final de 1925 cerca de 39 países retornaram ao sistema, em geral desvalorizando suas moedas, o que permitiu a manutenção de uma taxa de conversão fixa com o dólar. (Cf. CRABBE, 1989, p. 430-32) As tentativas de soluções cooperadas em 1920 e do acordo de Gênova de 1922 não foram bem-sucedidas; uma das poucas resoluções tomadas foi a possibilidade de considerar nas reservas as outras moedas conversíveis além do ouro, facilitando o retorno ao padrão anterior (criou-se o *gold exchange standard*).

A restauração do padrão-ouro de diferentes formas criou dificuldades à continuidade do sistema. Por exemplo, a Inglaterra, ao contrário da proposta defendida por Keynes, reinstalou a paridade pré-guerra, enquanto a França estabeleceu uma nova paridade, mais desvalorizada que a anterior. A heterogeneidade das reservas, conseqüência da flexibilidade na sua constituição, gerou insegurança quanto ao valor das mesmas, quando alguma das moedas que compunha seu estoque apresentava alguma expectativa de desvalorização. Se um país abandonasse o sistema, desvalorizando sua moeda, haveria uma perda para todas as demais nações que mantivessem tal moeda em suas reservas, e dependendo da importância do país poderia desestabilizar todo o sistema, gerando um “efeito dominó”. Tais distinções na restauração do novo padrão-ouro provocaram desequilíbrios, que limitaram as possibilidades do seu sucesso. Assim, alguns países

apresentaram superávits comerciais estruturais, como os EUA e França, outros déficits, principalmente a Inglaterra.

O sucesso da reinstalação do sistema pré-guerra dependia de que todos os países retornassem, da mesma forma e no mesmo momento, para a reativação dos fluxos de capitais e da cooperação internacional, a fim de obterem a estabilidade monetária. Keynes, em 1923, advoga o desnecessário sacrifício dos objetivos internos (renda e emprego) na forma de reintrodução do padrão-ouro, especialmente na Inglaterra: *“In truth, the gold standard is already a barbarous relic. All of us, from the Governor of the Bank of England downwards, are now primarily interested in preserving the stability of business, prices, and employment, and are not likely, when the choice is forced on us, deliberately to sacrifice these to the outmoded dogma, which had its value once, of 3:17:10 1/2 per ounce.”* (KEYNES, 1963, p. 208)

Tal desequilíbrio não era corrigido como anteriormente, pois havia uma resistência a uma solução cooperativa, reduzindo as taxas de juros e expandindo o crédito por parte dos países superavitários, o que evitaria a transferência de ouro por meio da deflação. Desta maneira os EUA acumularam, ao final dos anos 20, quase 40% das reservas mundiais de ouro. O incremento nas reservas de ouro foi esterilizado graças à venda de títulos da dívida pública (*securities*), com a instalação de operações de *open market*. Por outro lado, permanecia a necessidade de realizar um ajustamento entre os países. Nas crises da libra de 1925 e 1927 os EUA expandiram o crédito doméstico, diminuindo as taxas de juros, possibilitando o retorno da Inglaterra ao padrão-ouro e evitando posteriormente a perda de ouro por este país.

O Federal Reserve System (Fed) iniciou sua operação (1914) com o objetivo de facilitar a convertibilidade de depósitos em moeda, a fim de evitar os pânicos financeiros, e permitir uma maior elasticidade da oferta de moeda, pois sua ausência no período pré-guerra provocava a desestabilização do sistema monetário. A doutrina dos títulos reais (*real bills doctrine*) influenciou fortemente as decisões do Fed nos anos vinte, segundo Friedman & Schwartz em *Monetary History* (1963), principalmente do Fed de New York, que detinha uma posição chave nas decisões. Tal pensamento centrava-se na administração das operações de mercado aberto com a finalidade de manter a taxa de juros abaixo de seu “valor natural”, induzindo a realização de investimentos. Apesar da atitude cooperativa dos EUA, que mantiveram a taxa de juros baixa entre 1924-28, viabilizando a restauração da antiga paridade do valor da moeda inglesa, a debilidade da libra comprometia a estabilidade do sistema, principalmente pela ação da Alemanha, que mantinha elevadas taxas de juros, e da França, que sempre procurou converter seus saldos de moeda estrangeira em ouro, como ocorreria mais tarde com de Gaulle. A Inglaterra contou com a ajuda americana na preparação das condições da reinstalação do padrão-ouro, com o Fed de New York reduzindo sua taxa de desconto de 4,5%

para 3% entre maio e agosto de 1924. Além da cooperação dos EUA, houve valorização de sua taxa de câmbio em 10% em termos reais e 15% nominais com relação ao dólar de 1924. Keynes atribuiu a falta de dinamismo econômico inglês, especialmente industrial, nos anos vinte, à tal valorização e às medidas adotadas para o retorno do padrão anterior.

Em 1927, a Alemanha reduziu sua taxa de desconto, diminuindo sua pressão sobre a libra. Entretanto, a França, tentando evitar a apreciação do franco, especialmente em relação à libra, e a necessidade crescente de meio circulante após a estabilização de Poincaré em 1926, procurava converter seu excedente de libras em ouro. Tal excedente resultava não somente da balança comercial como também do repatriamento de capitais com o fim da inflação. Até mesmo a desconfiança na possibilidade da Inglaterra manter a paridade induzia à busca de convertibilidade da libra em ouro.

Na Inglaterra, a valorização da libra a partir de 1925 e as políticas deflacionárias anteriores provocaram uma recessão interna, a qual dificultava a aceitação, pela população, da realização de qualquer forma de ajustamento do setor externo sob a vigência do padrão-ouro. O equilíbrio por meio dos mecanismos clássicos, como descritos por David Hume, jamais poderia ser proposto, visto que implicaria um aprofundamento da contração da renda interna e o aumento do desemprego. A adoção de taxas de juros elevadas num contexto de crédito mundial facilitado consistia na forma menos traumática de conviver com os problemas do balanço comercial e de recessão interna. Assim, a ação cooperativa, principalmente dos EUA, possibilitou temporariamente reequilibrar as contas externas inglesas. Todavia, tal solução mostrou-se conjuntural para um problema estrutural, pois a cooperação atual estava comprometida pela falta de coordenação dos países com vistas a restabelecer o padrão-ouro entre guerras, a qual permitiu o início do jogo com os participantes em situações de desequilíbrio.

Nesse pós-guerra ocorreu uma mudança de enfoque de política econômica, crescendo a importância da consideração das condições internas da economia e gerando uma maior independência das ações de política econômica dos países, pelo menos até 1926. Os tomadores de decisões de política econômica destes países passaram a se preocupar cada vez mais com a situação interna do seu próprio país, como os problemas de desemprego e do nível de renda. Tais objetivos diferiam dos anteriores, centrados no ajustamento das contas externas e na estabilidade do câmbio e dos preços. A aceitação das regras do padrão-ouro conduziu muitas vezes ao abandono dos objetivos domésticos, como o do nível de renda. A partir do início do século XX cresceu a preocupação com fatores internos a cada economia, provavelmente em função das modificações políticas e econômicas ocorridas na Europa, principalmente após a 1ª Guerra, aumentando o grau de protecionismo e

o isolamento dos países.⁶ Por exemplo: a constituição do Federal Reserve System em 1913, ao contrário do esperado, diminuiu a possibilidade de cooperação dos EUA, visto que o seu formato fragmentado pelos estados introduziu nas suas decisões de política monetária uma maior consideração dos interesses do interior do país, muito pouco preocupados com as questões da estabilização das crises financeiras internacionais. O aumento da relevância dos conflitos entre as potências europeias e o surgimento de outros países como importantes participantes da economia mundial, os quais não poderiam mais ser desconsiderados, provocaram uma dificuldade crescente na realização de ações cooperativas no plano internacional.

Na crise de 1927, houve o que Eichengreen denominou de “*episode was an admirable instance of internacional cooperation.*” (1992, p. 213) Os EUA adotaram uma política monetária expansionista, a França postergou sua conversão de moeda estrangeira em ouro e a Alemanha reduziu a taxa de juros. Entretanto, em 1928, a política monetária americana alterou-se, finalizando a fase dos EUA como prestador (*lending*) mundial, iniciada desde a guerra, em função das preocupações com as condições internas, especialmente com o *boom* do mercado de ações e a especulação, decorrente da continuidade de crédito barato, induzindo a grandes investimentos em Wall Street. Isto provocou a mudança dos EUA de prestador líquido a tomador líquido no mercado financeiro internacional. A França voltou a importar ouro, com suas reservas crescendo de 954 para 1.253 milhões de dólares, cerca de 3% das reservas globais de ouro. No primeiro semestre de 1929 a França adquiriu 200 milhões de dólares em ouro, drenando de meio circulante os demais países.

As mudanças das políticas econômicas, particularmente dos EUA, afetaram diretamente a Inglaterra e os países tomadores de empréstimos, como a América Latina. Embora a Inglaterra fosse favorável às medidas tomadas pelos EUA como necessárias a curto prazo, ela foi forçada, pela sua situação crítica, a aumentar a taxa de desconto para 5,5%, acentuando ainda mais a recessão interna. Para os países periféricos, principalmente a América Latina, a fuga de capitais e a necessidade de realizar o pagamento dos serviços da dívida externa criou uma demanda excedente por divisas, obrigando-os a vender maiores quantidades de seus bens exportados, o que provocou o desabamento dos preços das *commodities* e o agravamento da situação destes países. O volume de empréstimos de longo prazo para a América do Sul, que se situava acima de 200 milhões de dólares anuais entre

6 Devemos ressaltar a importância do aumento do grau de urbanização e dos movimentos operários no deslocamento dos objetivos de política econômica para as variáveis internas dos países, como o pleno emprego e o crescimento da renda. Talvez o próprio desenvolvimento da ciência econômica contribua para tais mudanças, como a relação entre a política monetária e o nível de atividade econômica, com a contestação da dicotomia entre o lado real e monetário.

1926 e 1928, passou para 26 milhões em 1929 e 51 milhões em 1930. Neste último ano tais países foram favorecidos pelo crescimento dos empréstimos de curto prazo, os quais cresceram de 0,2 para 72,6 milhões de dólares em 1929 e 1930, respectivamente. Contudo, em 1931, os dois tipos de empréstimos foram negativos, com os EUA recebendo 11,2 e 20,7 milhões de dólares, de curto e longo prazo, respectivamente. (Cf. EICHENGREEN, 1992, p. 224) Assim, ocorreu uma contração na oferta de meios de pagamento em nível mundial, como visto na Tabela 1.

TABELA 1 - TAXA DE CRESCIMENTO ENTRE O FINAL DOS SUCESSIVOS ANOS DE MI

Países	1926-27	1927-28	1928-29
América do Norte	5,20 %	3,04 %	-0,91 %
América Latina	12,14 %	7,53 %	2,66 %
Europa	11,54 %	7,82 %	2,45 %
Extremo Oriente	1,38 %	5,37 %	0,20 %

Fonte e relação de países que compõem cada região, veja EICHENGREEN (1992, p. 223).

A ocorrência da grande depressão nos EUA e a sua disseminação pelo mundo deveu-se em grande parte à política monetária americana e à manutenção do padrão-ouro como sistema monetário internacional.⁷ A política monetária adotada pelo Fed falhou na atenuação da crise interna, permitindo, assim, sua transmissão por meio do padrão-ouro para o resto do mundo, segundo Friedman e Schwartz (1963). O Fed acompanhou a economia mediante os seguintes indicadores: o

7 Não nos preocuparemos em definir as origens e causas da grande depressão e nem discutir o debate sobre as diversas interpretações acerca da questão, pois foi um fenômeno de múltiplas causas (para maiores detalhes do debate veja BRUNNER, 1981). FRIEDMAN & SCHWARTZ (1963) defendem a importância da contração monetária de 1928 para o início da depressão e da ação errada do Fed para o aprofundamento da crise, pois permitiu a ocorrência de falências bancárias entre 1930-31, o que gerou incertezas sobre a garantia dos depósitos e a possibilidade de transformação dos mesmos em moeda. TEMIN (1976) acredita que a diminuição da oferta de moeda foi consequência de uma redução autônoma do consumo. BORDO (1989) procura incorporar as contribuições recentes, principalmente empíricas, ao debate: “*The evidence on causality is generally in favor of the monetary hypothesis, but the contemporaneous correlation between money and income also allows scope for nonmonetary forces.*” (BORDO, 1989, p. 34) A acentuação da depressão poderia ter sido evitada, segundo FRIEDMAN & SCHWARTZ (1963); tal argumento foi reforçado por LUCAS (1994), quando da revisão da importância da obra 30 anos depois: “*It is a picture that is consistent with our instinct that the depression of the 1930s was an event that should not have happened, a preventable disaster. The role of the Federal Reserve System, the institution that was created to prevent such disasters and that had ample power to do so, is described in enough detail that one can see how disaster can follow from arrangements that grant wide discretion to well-intentioned managers, secure in their business-world sophistication, ignorant of economics and of economic history.*” (LUCAS, 1994, p. 14)

número de recorrências ao redesconto e à taxa de juros nominal de curto prazo, ignorando a crise financeira e o declínio do nível de atividade. A redução das taxas nominais de juros entre 1929-31 provocou uma errônea ausência de ações do Fed, pois, como estavam sob uma deflação, as taxas reais eram muito superiores às nominais, inviabilizando a procura, pelos bancos, de empréstimos via redesconto. A oferta de moeda diminuiu, entre 1929 e 1932 nos EUA, cerca de 8,7% ao ano e de 1932 a 1934 declinou 2% ao ano. (Cf. HUFFMAN & LOTHIAN, 1984, p. 478) Os EUA, mesmo sendo um importador líquido de ouro nestes anos, cerca de 120 milhões de dólares em 1929 e 278 milhões em 1930, não conseguiu expandir sua oferta de moeda, chegando em março de 1933 a cerca de um terço da de outubro de 1929. (Cf. CRABBE, 1989, p. 433-435) Como vimos no período pré-guerra, tal sistema monetário serve como transmissor de ciclos econômicos pelos países. (Cf. HUFFMAN & LOTHIAN, 1984) A evidência empírica contribuiu para ressaltar a importância da contração monetária como condição *sine qua non* do tamanho da depressão e do padrão-ouro como propagador do choque (Cf. BORDO, 1989, p. 37 e 55), corroborando a posição de Friedman & Schwartz.

Na Inglaterra, em função de uma situação prévia desfavorável, a depressão inviabilizou rapidamente a manutenção do padrão-ouro, provocando o seu abandono em setembro de 1931, quando a taxa média de desemprego dos nove primeiros meses do ano chegou a 21% contra cerca de 12,9% nos últimos seis anos. (Cf. CRABBE, 1989, p. 434) Nos últimos dois meses sob o sistema, a Inglaterra exportou 200 milhões de dólares em ouro e moedas estrangeiras. Por consequência do prematuro abandono do sistema, a recuperação inglesa começou antes da americana e permitiu à Inglaterra recuperar o nível de renda de 1929 muito antes do final da década de trinta, como nos EUA. Huffman & Lothian (1984) perceberam o papel-chave do sistema monetário adotado para os movimentos cíclicos dos anos vinte e trinta: *"The commitment to the return to the gold standard provided the impetus for British deflation in the first instance; the abandonment of gold was the sine qua non for avoidance of further deflation in the second."* (HUFFMAN & LOTHIAN, 1984, p. 478) A crise gerou um crescente número de abandonos do padrão-ouro pelos países, deflagrando uma série de problemas para os mantenedores, como a perda repentina de parte do valor de suas reservas em moedas estrangeiras e a valorização relativa de suas moedas, a qual se acentuaria mais tarde com as políticas retalhativas de desvalorizações competitivas (*beggar thy neighbor*). Os países em situação debilitada antes da crise foram os primeiros a abandoná-lo, como a Inglaterra; contudo, outras nações que possuíam grandes superávits comerciais e reservas de ouro em significativa monta, como a França, apegaram-se ao sistema até quando foi possível, pois este padrão foi bem-sucedido e propiciou a acumulação de grandes quantidades de ouro no momento anterior.

A solução da crise nos EUA passou, de acordo com Eichengreen (1992), pela necessidade da realização de uma política monetária e fiscal expansionista, e também de abandono do padrão-ouro, pois uma política monetária expansionista sob a vigência deste sistema somente seria possível por meio de uma política externa cooperativa. O contrário, ou seja, uma redução unilateral das taxas de juros por parte de um país com padrão-ouro implicaria a fuga de capitais, a drenagem de ouro do país e uma maior retração do crédito interno. Crabbe (1989), estudando a atuação do Fed neste período, ressaltou a importância do dilema dos objetivos internos, renda e emprego, *vis-à-vis* os externos, padrão-ouro, acirrado quando do abandono pela Inglaterra do sistema. A desvalorização do dólar em 1933 e a proibição da exportação de ouro permitiram uma maior liberdade na condução da oferta de moeda, induzindo a um afrouxamento da política creditícia e fiscal. As diversas medidas tomadas por Roosevelt, de recuperação da economia americana, mostram claramente que a solução da crise foi uma decisão unilateral e preocupada com as variáveis renda, emprego e preços internos: “*President Roosevelt solved the dilemma of choosing between domestic and international objectives: He placed domestic objectives first.*” (CRABBE, 1989, p. 436) Em janeiro de 1934, com o Gold Reserv Act, foi fixado um novo preço para ouro de 35 dólares por onça substituindo o de 20,67 dólares que vigorava desde 1879, uma desvalorização de 59%. Tal ação elevou o valor oficial do estoque de ouro de 4 bilhões de dólares para 7,4 bilhões, propiciando um ganho em papel de mais de 3 bilhões ao governo. O ato permitiu ao presidente alterar a qualquer instante tal preço, não apenas uma desvalorização, mas se criaram as condições para o surgimento de um novo regime monetário (fiduciário e discricionário), suprimindo completamente as regras do padrão-ouro. (Cf. CRABBE, 1989, p. 438-39)

A França detinha as melhores condições para manter o padrão-ouro, maiores reservas da Europa e sem pressão no Balanço de Pagamentos. Entretanto, foi o país europeu que mais sofreu com a recessão e demorou mais tempo para se recuperar. Por exemplo, o produto industrial francês de 1937 ainda era 28% menor do que o de 1929, o pior índice da Europa. (Cf. LANDES, 1994, p. 404) Nos anos vinte, favorecida pela paridade de retorno ao padrão-ouro bem mais desvalorizada que a anterior à guerra e pelas reparações pagas pela Alemanha, a França: “*dispunha de grandes reservas de ouro e se afigurava ao restante da Europa como uma ricaça opulenta que acumulava sua riqueza enquanto os outros passavam fome. Então, como posteriormente, ela assumiu uma postura unilateral de não-cooperação com seus antigos aliados, condicionando sua boa vontade econômica à condescendência política dos que buscavam sua ajuda.*” (LANDES, 1994, p. 384) O abandono do padrão-ouro pelos outros países impossibilitou a manutenção do sistema na França; as condições favoráveis francesas apenas adiaram e pioraram a depressão interna. O aparente sucesso no período pré-guerra passou a ser um entrave à adaptação a

um novo sistema monetário internacional, com consequências perversas para a economia interna.

As dificuldades dos países na restauração do padrão-ouro no pós-guerra refletem também as alterações em esferas mais amplas que a econômica, como a institucional e social. Para Karl Polany (1980) a 1ª Guerra Mundial marca uma transformação não apenas do sistema monetário mundial, mas representa o término da economia liberal de mercado do século dezanove e a ascensão de outra com maior participação do Estado: *“a quebra do padrão-ouro nada mais fez do que estabelecer a data de um acontecimento demasiado grande para ser causado por ele. Nada menos do que uma destruição completa das instituições da sociedade do século dezanove acompanhou a crise em grande parte do mundo, e em todos os lugares essas instituições foram modificadas e reformuladas além de todo o reconhecimento. Em muitos países o estado liberal foi substituído por ditaduras totalitárias e a instituição central do século - produção baseada em mercados livres - foi substituída por novas formas de economia.”* (POLANY, 1980, p. 45)

PADRÃO-OURO E OUTROS REGIMES MONETÁRIOS

A evidência empírica sobre regimes monetários pode contribuir para o esclarecimento dos resultados da adoção do padrão-ouro em relação aos demais sistemas, sugerindo os possíveis regimes mais bem-sucedidos na promoção do desenvolvimento dos países. Nesta comparação concentraremos-nos na análise da apregoada estabilidade supostamente observada sob o padrão-ouro *vis-à-vis* os outros sistemas, conscientes da exclusão de outros fatores determinantes de tal estabilidade distintos do regime monetário.

Ana Schwartz critica a estabilização conseguida pelo padrão-ouro, com base na comparação de vários indicadores econômicos, apresentados na Tabela 2.⁸ Para a autora, tal sucesso restringiu-se a uma relativa estabilidade de preços, com uma média próxima de zero e uma variância pequena em relação ao período pós-guerra. Por outro lado, tal comportamento dos preços implicou uma instabilidade da renda dos países; mesmo com uma média positiva, a sua variância revelou-se muito superior à dos preços. Assim, o padrão-ouro, embora apresentasse uma inflação média inferior ao período pós-guerra, a taxa média de crescimento da renda *per capita* foi menor e mostrou uma variabilidade muito superior.

8 Devemos salientar que tais informações não são resultantes apenas do sistema monetário adotado em cada um dos períodos, pois outras mudanças na economia destes países explicam tais resultados. Até mesmo a evolução da ciência econômica, principalmente as consequências da obra de Keynes, influenciam as informações contidas na tabela.

TABELA 2 - COMPARAÇÃO DE VARIÁVEIS ECONÔMICAS DE 1870 A 1914 e 1946 a 1979, USA e UK

Medidas	United Kingdom		United States	
	Padrão-ouro	Pós-guerra	Padrão-ouro	Pós-guerra
Taxa de inflação média anual	-0,7	5,6	0,1	2,8
Desvio padrão da inflação	4,6	6,2	5,4	4,8
Taxa de crescimento médio anual da renda real <i>per capita</i>	1,4	2,4	1,9	2,1
Coefficiente de variação da renda	2,5	1,4	3,5	1,6
Taxa média de desemprego	4,3	2,5	6,8	5,0
Taxa de crescimento médio da oferta de moeda	1,5	5,9	6,1	5,7
Coefficiente de variação do crescimento da oferta de moeda	1,6	1,0	0,8	0,5

Fonte e considerações sobre a constituição dos dados, veja SCHWARTZ (1987, p. 373).

Allan Meltzer e Saranna Robinson (1989), aprofundando a análise desenvolvida no artigo de Schwartz, e incorporando um maior número de países e técnicas econométricas modernas, como o erro de previsão da inflação e das variações no produto real, encontraram resultados muito próximos. A taxa média de inflação é mais baixa sob o padrão-ouro (estudando o período 1897-1913) do que no período analisado do sistema de Bretton Woods (1950-1972) e de taxas de câmbio flutuantes (1973-1985). As maiores taxas de crescimento da renda foram observadas quando vigorou Bretton Woods. A variabilidade dos preços e do crescimento da produção foram mais altas para a maioria dos países no período do padrão-ouro, com exceção da Inglaterra. Sob Bretton Woods, constataram ser menor o erro de previsão para a inflação e o produto, com o regime de taxas flutuantes mais próximo do erro do produto e o padrão-ouro do erro da inflação. Além destas conclusões, os autores procuraram usar modelos estatísticos para a verificação da propagação de impulsos ou choques e da instabilidade e incerteza dos sistemas, concluindo pelo relativo sucesso do sistema de taxas de câmbio flutuantes:

“First, short- or long-term anticipations about prices and output were less stable under the gold standard than under the monetary arrangements of the past thirty-five years. Second, a fluctuating exchange rate regime does not impose greater uncertainty and instability. Some countries were able to reduce uncertainty about prices and output under the fluctuating exchange rate regime, both absolutely and relative to Bretton Woods and to the classical gold standard.” (MELTZER & ROBINSON, 1989, p. 192)

Estudos recentes procuram analisar as experiências históricas dos diversos regimes monetários na busca da definição ou pelo menos da delimitação de qual seria o

melhor sistema a ser adotado, num ambiente de crescente integração financeira mundial, e a diminuição da importância relativa do comércio de bens e serviços na determinação da taxa de câmbio dos países. Neste contexto há uma dificuldade extrema de manutenção de regimes monetários com regras pouco flexíveis. Como ilustração podemos observar as dificuldades e os conflitos no estabelecimento de um regime entre os países europeus no EMS (European Monetary System). O trabalho de Michael Bordo (1993) compara os regimes monetários com tal intenção, entre os principais países desenvolvidos. Os critérios para a seleção dos regimes são os seguintes: estabilidade e convergência (baixa discrepância entre as variáveis pelos países) da inflação, produto, oferta de moeda, taxa de juros nominal e real de curto e longo prazo e taxa de câmbio real e nominal; persistência da inflação; os erros de previsão da inflação e do crescimento do produto real e respostas aos choques de demanda e oferta. Os resultados destas evidências empíricas apontam o sistema de Bretton Woods com a melhor performance de estabilidade e convergência, das variáveis reais e nominais, especialmente seu período “convertível” de 1959 a 1970, enquanto o padrão-ouro mostra uma maior estabilidade e uma menor dispersão das variáveis financeiras (Cf. Tabela 3). A dificuldade da restauração do padrão-ouro e a depressão dos anos 30 contribuíram para as grandes instabilidades do período entre guerras, com os maiores desvios padrões das variáveis de toda a época em estudo (1881-1989), com o menor crescimento da renda *per capita* e uma variância maior que o momento anterior.

TABELA 3 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS TAXAS DE CRESCIMENTO DE VARIÁVEIS SELECIONADAS DE UM GRUPO DE PAÍSES (1881-1989) ^a

Período	Inflação		Renda <i>per capita</i>		Oferta de moeda		Taxa de Juros Real de Longo Prazo		Taxa de câmbio real	
	M	DP	M	DP	M	DP	M	DP	M	DP
Padrão-ouro (1881-1913)	1,0	3,4	1,5	3,7	4,8	5,4	3,4	3,4	3,3	2,9
Entre guerras (1919-1938)	-1,1	7,8	1,2	6,8	2,0	7,5	4,5	8,5	7,9	8,8
Bretton Woods (1946-1970)	3,6	4,6	4,2	2,7	9,9	7,2	1,4	4,0	3,8	6,0
Bretton Woods convers. (1959-1970)	3,9	1,9	4,4	1,9	9,7	4,1	2,9	1,1	2,2	2,1
Câmbio Flutuante (1974-1989)	7,1	3,2	2,1	2,3	9,5	4,4	2,9	3,5	8,7	6,8

Fonte: BORDO (1993, p. 128-131).

Notas: M e DP são, respectivamente, a média e o desvio padrão das variáveis do grupo de países.

^a O grupo é composto pela Inglaterra, EUA, França, Alemanha, Japão, Canadá e Itália.

O sistema de Bretton Woods foi bem-sucedido na manutenção de taxas de crescimento altas e com menor variância com relação ao padrão-ouro, mesmo com grandes variações na taxa real de câmbio, de juros e uma elevada taxa de crescimento da oferta de moeda e da inflação. Ademais, os coeficientes de variação destas últimas variáveis sob padrão-ouro mostram-se muito superiores aos do sistema do pós-guerra (com valores de 1,13 para oferta de moeda e 3,4 para a inflação no padrão-ouro contra, respectivamente, 0,73 e 1,28 no sistema de Bretton Woods). A comparação da persistência da inflação, erros de previsão da inflação e do produto e da resposta a choques dos sistemas monetários adotados indicaram:

“(...) Bretton Woods convertible regime (1959-70) was the most stable, followed by the floating exchange rate and the classical gold standard regimes. The stability of forecast errors to both inflation and growth paralleled that of the ex post data. Limited inflation persistence - evidence for credibility of the nominal anchor - was lowest during the classical gold standard. (...) supply shocks were greater and less symmetric, and demand shocks were greater under the classical gold standard than under the post-World War II regimes. A more rapid response of both prices and output to these shocks also occurred under the gold standard.” (BORDO, 1993, p. 158)

A persistência da inflação foi a mais baixa sob o padrão-ouro e, como vimos, a taxa de inflação foi a menor, com exceção do período entre guerras, quando houve uma deflação. A rápida transmissão e assimilação de choques, positivos e negativos, do padrão-ouro mostrou a sua vulnerabilidade a flutuações externas e uma grande integração financeira entre os países, a qual decorria da credibilidade da âncora nominal. Entretanto, Bordo pergunta-se: quais os motivos para a permanência, por um período tão longo, de tal sistema, com duração de cerca de 35 anos, enquanto Bretton Woods conversível, embora com resultados superiores, durou apenas 11 anos? A durabilidade do padrão-ouro, segundo Bordo, estaria associada a uma grande flexibilidade dos preços e salários e a uma maior mobilidade de fatores aliada a um pequeno comprometimento da autoridade monetária com a manutenção do pleno emprego, facilitando o ajustamento da economia aos choques, primeiro, pelo seu menor impacto sobre variáveis reais e, segundo, pela maior disposição dos órgãos deliberativos em aceitar ajustes penosos e recessivos. Por outro lado, Bordo acredita na insuficiência de tal explicação, visto que a credibilidade e a quase universalidade da aceitação do sistema, graças à ação da Inglaterra e à cooperação dos demais países, foram fundamentais para o seu sucesso. Quando o padrão-ouro defrontou-se com um choque muito superior aos anteriores, a Primeira Guerra catalisou uma série de transformações na economia mundial, impossibilitando a sua reconstituição no pós-guerra, como anteriormente vigorava, e caracterizando a falta de confiança no cumprimento da regra, de liderança (vários

países disputando a liderança) e a maior preocupação com os objetivos domésticos, de estabilidade interna, por parte de cada país membro.

CONCLUSÕES

A adoção do padrão-ouro por um país implicou a aceitação das flutuações da sua oferta de moeda decorrentes do comportamento das reservas de ouro. A independência monetária existia apenas a curto prazo. Se a política econômica, tanto a monetária como a fiscal, deveria ser administrada nas suas mais diversas formas, conjunta e coerentemente, para a obtenção de um crescimento “sustentável” da renda, sem grandes variações do nível de preços, o padrão-ouro, ou mesmo um sistema de taxas de câmbio fixas, pode ser uma ameaça ao desviar as ações dos *policies makers* para outros objetivos, os quais muitas vezes conduziriam ao declínio do nível de atividade. Porém, a simples perda de graus de liberdade de política econômica não implicaria, necessariamente, uma maior dificuldade na obtenção do crescimento do produto.

Na hipótese de um retorno ao padrão-ouro devemos considerar sua poderosa capacidade de transmitir flutuações cíclicas entre os países, tanto ascendentes como descendentes. Os sistemas monetários posteriores à Segunda Guerra não são tão eficientes propagadores de ciclos. (Cf. MELTZER & ROBINSON, 1989) Além disto, tal sistema possibilitava uma estabilidade de preços a longo prazo. (Cf. HUFFMAN & LOTHIAN, 1984, p. 493-94) Entretanto, a evidência empírica, como vimos acima em Schwartz, Meltzer e Robinson e Bordo, não corrobora tal apregoada estabilidade, visto que no período áureo do sistema há uma variabilidade muito grande da renda e uma variância relativa mais alta da inflação e da oferta de moeda em comparação com os demais regimes do pós-guerra, ou seja, uma instabilidade superior à dos demais sistemas.

Qualquer tentativa de restauração do padrão-ouro conduz à necessidade de responder a duas questões-chave: 1) qual o preço do ouro em relação à moeda nacional? 2) qual a vinculação entre o estoque de moeda e as reservas em ouro a serem definidos? Além das respostas a tais perguntas, a dinâmica diferenciada dos países, especialmente das suas variáveis reais, como renda, produtividade, tecnologia etc., inviabiliza a manutenção do padrão-ouro, ou até de taxas de câmbio fixas, a longo prazo. A paridade entre as moedas foi estabelecida em um determinado momento. Como os ritmos de desenvolvimento dos países são distintos, haverá uma tendência à alteração das taxas de câmbio de equilíbrio do balanço de pagamentos. Por exemplo: a taxa de câmbio entre os EUA e o Japão alterou-se significativamente entre a década de 1950 e 1990, de mais de 400 ienes por dólar

em meados dos anos 50, para cerca de 100 ienes na metade dos anos noventa. Destarte, devemos incorporar os efeitos, sobre a economia, da taxa de câmbio real, e a possibilidade de uma inflação doméstica acima da dos demais países corroendo o valor real de tal taxa, sobre o padrão-ouro, provocando efeitos sobre as variáveis reais da economia como exportações e importações de bens e serviços. Há um mútuo condicionamento na determinação da taxa de câmbio, incluindo os movimentos financeiros, que não pode descolar, a longo prazo, do equilíbrio do lado real, também sujeito a alterações ao longo do tempo. Tais diferenças entre as taxas de câmbio efetiva e de equilíbrio podem gerar conseqüências sobre a economia, já que os objetivos internos de manter o crescimento da renda e um desemprego reduzido devem ser considerados na escolha da continuidade ou não naquela paridade.

O funcionamento do padrão-ouro requer que a taxa de crescimento da produção de ouro acompanhe a da demanda monetária e não-monetária deste metal, permitindo a manutenção do preço de mercado do ouro próximo ao da paridade oficial; caso contrário, haverá necessidade da imposição de restrições à conversão das moedas em ouro. (Cf. BARRO, 1979) Além deste agravante, a reinstalação do padrão-ouro pressupõe credibilidade e cooperação dos países, as quais possibilitam a existência dos fluxos de capitais vitais para o seu funcionamento de forma mais flexível. Se tais propriedades estão presentes, possivelmente não haveria necessidade do padrão-ouro para conseguirmos estabilidade; bastaria um regime monetário com taxas de câmbio passíveis de flutuações limitadas (*dirty*, com bandas e acordos tácitos dos governos) ou com taxa de câmbio fixa, sendo a manutenção da regra realizada pelas instituições que sustentam a credibilidade e a cooperação. Estudos recentes verificaram que a evidência empírica deste sistema é favorável à sua adoção em relação ao padrão-ouro. (Cf. BORDO, 1993 e MELTZER & ROBINSON, 1989)

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARRO, Robert. Money and the price level under the gold standard. *Economic Journal*, 89, p. 13-33, march 1993.
- BORDO, Michael. The contribution of a monetary history of United States, 1867-1960 to monetary history. In: BORDO, Michael. *Money, history, and international finance in honor of Anna J. Schwartz*. Chicago: The University Chicago Press, 1989.
- _____. The gold standard, Bretton Woods and other monetary regimes: a historical appraisal. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, p. 123-187, march/april 1993.

- BRUNNER, Kark. *The Great Depression revisited*. Boston: Martinus Nijhoff, 1981.
- CRABBE, Leland. The international gold standard and U.S. monetary policy from World War I to the New Deal. *Federal Reserve Bulletin*, p. 423-440, June 1989.
- EICHENGREEN, Barry. *Golden fetters: The gold standard and the great depression, 1919-1939*. New York: Oxford University Press, 1992.
- _____. Editor's introduction. In: EICHENGREEN, B. (ed.), *The gold standard in theory and history*. New York: Methuen, 1985, p. 1-36.
- FRIEDMAN, Milton. *O poder do dinheiro*. Mem Martins: Europa-América, 1992.
- GALBRAITH, John Kenneth. *Moeda: de onde veio, para onde foi*. São Paulo: Pioneira, 1997.
- HUFFMAN, W. E. & LOTHIAN, J. R. The gold standard and the transmission of Business Cycle, 1833 -1932. In: BORDO, Michael & SCHWARTZ, A. (eds.), *A retrospective on classical gold standard, 1821-1931*. Chicago: The University of Chicago Press, 1984, p. 455-511.
- KEYNES, John M. *Essays in persuasion*. New York: The Norton Library, 1963.
- KINDLEBERGER, Charles P. *The world economy in depression: 1929-39*. Berkeley: University of California Press, 1973.
- LANDES, David S. *Prometeu desacorrentado*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1994.
- LUCAS JR., Robert E. Review of Milton Friedman and Anna J. Schwartz's. A monetary history of the United States, 1867-1960. *Journal of Monetary Economics*, 34, p. 5-16, 1994.
- McCLOSKEY, Donald N. & ZECHER, J. Richard. How the gold standard worked, 1880-1913. In: FRENKEL, Jacob A. & JOHNSON, Harry G. (eds), *The monetary approach to the balance of payments*. London: Allen & Unwin, 1976, p. 357-85.
- MELTZER, Allan & ROBINSON, Saranna. Stability under the gold standard in practice. In: BORDO, Michael (ed.), *Money, history, and international finance: essays in honor of Anna J. Schwartz*. Chicago: The University of Chicago Press, 1989, p. 163-202.
- NURKSE, Ragnar. Internacional investment today in the light of nineteenth century experience. *Economic Journal*, v. 64, p. 134-150, 1954.
- POLANY, Karl. *A grande transformação*. Rio de Janeiro: Campus, 1980.
- RIVOIRE, Jean. *História da moeda*. Lisboa: Teorema, 1991.
- ROLFE, Sidney E. & BURTLE, James. *O sistema monetário mundial*. Rio de Janeiro: Zahar, 1975.

- SCHWARTZ, Anna J. Alternative monetary regimes: the gold standard. *In*: SCHWARTZ, A. (ed.), *Money in historical perspective*. Chicago: The University of Chicago Press, 1987, p. 364-390.
- TRIFFIN, Robert. The myth and realities of the so-called gold standard. *In*: EICHENGREEN, B. (ed.), *The gold standard in theory and history*. New York: Methuen, 1985, p. 121-140.

O autor agradece aos pareceristas anônimos da revista pelos comentários.
(Recebido em novembro de 1997. Aceito para publicação em janeiro de 1998)