

te um período, Dinamarca) praticaram *sistemas proporcionais*: salvo em casos excepcionais, suas reservas em ouro e divisas estrangeiras não podiam cair abaixo de determinada proporção (geralmente, 35% ou 40%) do dinheiro em circulação. Alguns sistemas (na Alemanha, Áustria-Hungria, Suécia e, em determinado período, na Itália) eram híbridos dessas duas formas.

Alguns estatutos monetários incluíam provisões permitindo que as reservas caíssem abaixo do mínimo legal, desde que autorizado pelo ministro das Finanças (como na Bélgica) ou se o banco central pagasse uma taxa (como na Áustria-Hungria, Alemanha, Itália, Japão e Noruega). Havia elasticidade na relação entre os meios de pagamento, o ouro e as reservas em divisas estrangeiras também por outras razões. Os estatutos que regulamentavam a operação dos sistemas fiduciário e proporcional especificavam apenas níveis mínimos para as reservas. Os bancos centrais não estavam sujeitos a tetos para suas reservas.³⁷ Por exemplo, o Departamento Bancário do Banco da Inglaterra poderia manter como reserva em espécie parte dos 14 milhões de libras esterlinas em moeda fiduciária emitida pelo Departamento de Emissão. Isso permitiria ao banco descontar ou adquirir bônus e injetar moeda em circulação sem adquirir ouro ou transgredir o estatuto do padrão ouro. Em países operando sistemas proporcionais, os bancos centrais poderiam manter reservas superiores a 35% ou 40% das obrigações elegíveis exigidas pelo estatuto e incrementar a oferta monetária comprando bônus em troca de moeda mesmo que não ocorresse um aumento em suas reservas de ouro. Isso deu flexibilidade à operação do padrão ouro. Se fosse utilizada moeda na compra de ouro junto a um banco central visando, em seguida, a exportação do metal, isso não mais significaria que a oferta monetária teria de diminuir na medida das perdas de ouro pelo país em questão, como, teoricamente, deveria ocorrer no mundo do padrão ouro.³⁸

Isso não significa negar que o processo tinha limites. Como veremos a seguir, esses limites eram a essência do padrão ouro.

³⁷ Isto é, exceto um desejo de minimizar seu estoque de ativos que não rendessem juros.

³⁸ Mais precisamente, apenas se um país fosse grande a ponto de afetar as taxas de juro mundiais, ou se ativos domésticos e externos que rendiam juros fossem substitutos mutuamente imperfeitos, somente assim a administração de um banco central poderia alterar a demanda por dinheiro. Do contrário, qualquer tentativa por parte do banco central com o objetivo de impedir uma diminuição dos meios de pagamento através de um aumento de seu componente de crédito doméstico simplesmente resultaria em uma correspondente perda de reservas que deixaria o estoque de moeda inalterado. Ver Dick e Floyd (1992).

COMO FUNCIONAVA O PADRÃO OURO

A mais influente exposição teórica do mecanismo do padrão ouro é o *modelo de fluxo de moedas metálicas* de David Hume.³⁹ O aspecto mais notável desse modelo talvez seja sua persistência: elaborado no século XVIII, ele continua sendo, ainda hoje, a abordagem predominante na análise do padrão ouro.

Assim como no caso de qualquer modelo eficaz, este também adota premissas simplificadoras. Hume considerava um mundo no qual circulavam apenas moedas de ouro e onde o papel dos bancos era desprezível. Toda vez que uma mercadoria era exportada, o exportador recebia um pagamento em ouro, que ele levava à casa da moeda para ser cunhado. Toda vez que um importador adquiria mercadorias do exterior, ele fazia o pagamento exportando ouro.

No caso de um país com um déficit comercial, o segundo conjunto de transações superava o primeiro. Esse país sofria um perda de ouro, o que desencadeava uma cadeia de eventos autocorretivos. Com menos dinheiro (moedas de ouro) circulando internamente, o país deficitário registrava uma queda nos preços. Com mais dinheiro (moedas de ouro) circulando no exterior, os preços registravam uma elevação no país superavitário. Dessa forma, o fluxo de espécie produzia uma alteração nos preços relativos (daí o nome “modelo de fluxo de moedas metálicas”).

Com o encarecimento das importações, os residentes no país reduziram suas compras de produtos importados. Por outro lado, os estrangeiros, para quem produtos importados teriam ficado mais baratos, tenderiam a comprar maiores quantidades de produtos importados. Haveria um crescimento nas exportações do país deficitário, e suas importações cairiam, até a eliminação do desequilíbrio comercial.

O vigor dessa concepção — um dos primeiros modelos de equilíbrio geral na teoria econômica — estava em sua elegância e simplicidade. Tratava-se de uma descrição enxuta do *mecanismo de ajuste* do balanço de pagamentos de meados do século XVIII. Mas, à medida que o tempo foi passando e que os mercados e instituições financeiras continuaram a evoluir, o modelo de Hume passou a se constituir em uma caracterização cada vez mais parcial do funcionamento do padrão ouro.

Para conservar a precisão do modelo de Hume seria necessário ampliá-lo de modo a incorporar dois aspectos presentes no mundo do final do século XIX. Um deles eram os fluxos de capital internacionais. Os movimen-

³⁹ Ver Hume (1752).

tos líquidos de capital devidos aos empréstimos do exterior eram maiores — com freqüência, substancialmente maiores — do que a *balança comercial* de “commodities”. Hume nada dissera sobre os determinantes desses fluxos — sobre fatores como o nível de taxas de juro e sobre as atividades dos bancos comerciais e centrais. O outro aspecto era a ausência de remessas internacionais de ouro na escala prevista pelo modelo. Com exceção do ouro proveniente de mineradoras na África do Sul e outros países que chegavam ao mercado de ouro londrino, esses fluxos eram muito pequenos em relação aos déficits e superávits comerciais dos países.

A ampliação do modelo de Hume de maneira a incorporar os papéis dos fluxos de capital, das taxas de juro e dos bancos centrais era algo factível. Mas foi apenas ao final da Primeira Guerra Mundial, em um relatório da Comissão Cunliffe (um grupo formado pelo governo britânico para analisar os problemas monetários do pós-guerra), que essa versão do modelo foi elaborada adequadamente.⁴⁰ A versão Cunliffe do modelo funcionava da maneira exposta a seguir. Consideremos um mundo no qual circulasse papel-moeda em vez de moedas de ouro ou, como na Grã-Bretanha, onde papel-moeda circulasse paralelamente ao ouro. O banco central estaria sempre apto a converter dinheiro em ouro. Quando um país, a Grã-Bretanha, por exemplo, incorria em um déficit comercial em relação a outro, digamos, a França, por importar mais mercadorias do que exportava, os britânicos pagavam a diferença com cédulas de libras esterlinas, que terminavam nas mãos de comerciantes franceses. Não tendo uso para o dinheiro inglês, esses comerciantes (ou seus banqueiros em Londres) apresentavam-no ao Banco da Inglaterra para convertê-lo em ouro. Eles, então, levavam esse ouro ao Banco da França para convertê-lo em francos. A oferta monetária diminuía no país deficitário, a Grã-Bretanha, em nosso exemplo, e crescia no país superavitário, a França. Em outras palavras, essa concepção nada tinha de essencialmente diferente da versão do modelo de fluxo de moedas metálicas elaborado por Hume. Com o movimento do dinheiro em sentidos opostos nos dois países, os preços relativos se ajustariam, como antes, eliminando o desequilíbrio comercial. A única diferença estava em que o meio circulante que iniciara o processo assumia a forma de papel-moeda. O ouro, em vez de sair de circulação no país deficitário para passar a circular no país superavitário, era transferido de um banco central para o outro.

⁴⁰ Ver Committee on Money and Foreign Exchanges after the War (1919). Traços de um modelo do fluxo de moedas metálicas incorporando fluxos de capital podem, no entanto, ser encontrados em, *inter alia*, Caines (1874).

Mas a versão Cunliffe continuava a prever, em conflito com a realidade, um volume substancial de transações com ouro. Para eliminar essa discrepância foi necessário introduzir outras ações por parte dos bancos centrais. Quando um país incorria em um déficit de pagamentos e começava a perder ouro, seu banco central podia intervir para acelerar o processo de ajuste do meio circulante. Ao reduzir o meio circulante, a intervenção do banco central exercia uma pressão para baixo nos preços e aumentava a competitividade dos produtos domésticos, eliminando o déficit externo com a mesma eficácia de uma saída de ouro do país. A ampliação do modelo de maneira a incluir a intervenção de um banco central visando reforçar o impacto de fluxos de ouro incipientes nos meios de pagamento domésticos podia, assim, explicar como ocorriam ajustamentos externos na ausência de grande movimentação de ouro.

Geralmente, o instrumento utilizado era a *taxa de redesconto*.⁴¹ Os bancos e outros intermediários financeiros (conhecidos como *casas de redescontos*) emprestavam dinheiro a comerciantes por sessenta ou noventa dias. O banco central podia adiantar esse dinheiro ao banco imediatamente, em troca da posse do título assinado pelo comerciante e do pagamento

⁴¹ Outro instrumento com essa finalidade eram as operações no mercado aberto, através das quais o banco central vendia bônus de seu portfólio. O dinheiro assim obtido era tirado de circulação, reduzindo a oferta monetária da mesma maneira que a saída de ouro do país, mas sem necessitar que o ouro fosse fisicamente exportado. Mas as operações no mercado aberto eram relativamente raras no cenário do padrão ouro clássico. Elas exigiam um mercado de bônus suficientemente amplo para que o banco central pudesse intervir anonimamente. Durante a maior parte do século XIX, apenas Londres satisfazia essas condições. A partir da década de 1840, o Banco da Inglaterra vendeu, ocasionalmente, bônus do governo (“consols”) para enxugar a liquidez de mercado. (Essa atuação do banco era feita simultaneamente com acordos de recompra, através dos quais se comprometia em comprar de volta os “consols” no mês seguinte, uma prática conhecida como “empréstimos sobre ‘consols’”, ou “empréstimos sobre ‘contango’”). A partir do fim do século, com o crescimento do mercado em Berlim, o Reichsbank alemão também adotou esse procedimento. Em contrapartida, poucos foram outros bancos centrais a praticar operações no mercado aberto antes de 1913. Além disso, os bancos centrais podiam intervir no mercado de câmbio ou fazer com que um banco associado assim o fizesse em Londres ou Nova York, adquirindo moeda doméstica com libras esterlinas ou dólares quando a taxa de câmbio caía. Como uma operação de mercado aberto contracionista, isso resultava em uma redução no volume da oferta monetária sem exigir uma movimentação efetiva de ouro. O Banco Austro-Húngaro utilizou amplamente essa técnica. Ela foi também empregada pelos bancos centrais da Bélgica, Alemanha, Holanda, Suécia e Suíça. Países com amplas reservas cambiais, mas com mercados financeiros subdesenvolvidos, como a Índia, as Filipinas, Ceilão e Sião, utilizaram-se unicamente desse esquema. Ver Bloomfield (1959).

dos juros. O adiantamento do dinheiro era resultado da operação denominada “redescotar o título”; os juros cobrados eram a taxa de redescoto. Frequentemente, os bancos centrais mostravam-se prontos a descontar, à taxa prevalecente, um número ilimitado de letras elegíveis que lhes fossem apresentadas (sendo que a aceitabilidade dependia do número e confiabilidade das assinaturas apostas ao título, das condições sob as quais ele havia sido sacado e de seu prazo até a maturação). Se o banco elevasse a taxa e tornasse o desconto mais dispendioso, um número menor de intermediários financeiros estaria interessado em descontar títulos e obter dinheiro do banco central. Através da manipulação de sua taxa de redescoto, o banco central podia interferir no volume de crédito doméstico.⁴² O banco podia aumentar ou reduzir a disponibilidade de crédito para restaurar o equilíbrio do balanço de pagamentos sem que fosse necessário realizar transferências de ouro.⁴³ Quando um banco central, prevendo perdas de ouro, elevava sua taxa de redescoto, reduzindo assim seu estoque de ativos domésticos que lhe rendia juros, ocorria um enxugamento do volume de dinheiro no mercado. Verificava-se uma redução no volume de dinheiro em circulação e o equilíbrio externo era restaurado sem necessidade de uma saída real de ouro do país.⁴⁴

Esse comportamento por parte dos bancos centrais veio a ser denominado “jogar segundo as regras”. Não havia, evidentemente, um livro contendo as regras definindo esse comportamento. “As regras do jogo” era uma

⁴² Além disso, o banco central podia modificar os termos de redescoto (ampliando ou limitando a elegibilidade de diferentes tipos de letras) ou anunciar o racionamento dos redescotos (como fez o Banco da Inglaterra em 1795 e 1796).

⁴³ Assim, mesmo que a oferta monetária fosse exógena (ver Dick e Floyd [1992]), uma intervenção do banco central poderia, ainda assim, afetar o volume dos fluxos de ouro necessários para restaurar o equilíbrio dos pagamentos alterando a parcela do estoque de dinheiro lastreado em reservas internacionais.

⁴⁴ Além de assegurar um lugar para os bancos centrais na operação do padrão ouro, esse mecanismo introduz um papel para os fluxos de capital no ajustamento. Quando um banco central que estivesse perdendo ouro elevava sua taxa de redescoto, ele tornava esse mercado mais atraente para os investidores em busca de investimentos remunerados no curto prazo, supondo que ativos domésticos e externos fossem substitutos mutuamente imperfeitos, o que dava margem a alguma defasagem entre as taxas de juro domésticas e externas. Taxas de juro mais elevadas tornavam o mercado doméstico mais atraente para os investidores em busca de investimentos remunerados no curto prazo e atraíam capital do exterior. Assim, elevações na taxa de redescoto agiam no sentido de reduzir as perdas de ouro, não apenas esfriando a demanda de importações como também atraindo capital.

expressão cunhada em 1925 pelo economista inglês John Maynard Keynes, quando o padrão ouro do período anterior à guerra era apenas uma vaga lembrança.⁴⁵ O fato de que a expressão tenha sido introduzida tanto tempo depois deveria despertar nossa suspeita de que os bancos centrais orientavam-se, ainda que implicitamente, por um rígido código de conduta.

Isso, na verdade, não ocorria, embora esse fato tenha sido descoberto apenas indiretamente. Em um tratado influente publicado em 1944, cujo propósito era explicar por que o sistema monetário internacional havia funcionado tão mal nas décadas de 20 e 30, Ragnar Nurkse tabulou — por país e por ano — o número de vezes, entre 1922 e 1938, em que os ativos domésticos e externos dos bancos centrais haviam caminhado juntos, como se as autoridades tivessem aderido às “regras do jogo”, e o número de vezes em que isso não ocorreu.⁴⁶ Ao descobrir que os ativos domésticos e externos moviam-se em sentidos opostos na maioria dos anos estudados, Nurkse atribuiu a instabilidade do padrão ouro no período do entreguerras a um desrespeito generalizado das regras e, assim, deduziu que a estabilidade do padrão ouro clássico dependeria da preservação dessas mesmas regras. Porém, quando Arthur Bloomfield refez em 1959 o exercício de Nurkse utilizando dados de um período anterior à guerra, para sua surpresa, ele verificou que o desrespeito às regras eram igualmente comuns antes de 1913.

É claro, portanto, que outros fatores, além do balanço de pagamentos, influenciavam as decisões dos bancos centrais sobre em que nível deveriam fixar a taxa de redescoto. A lucratividade era um desses fatores, tendo em vista que muitos bancos centrais eram instituições privadas. Se o banco central fixasse a taxa de redescoto acima das taxas de juro de mercado, ele poderia ficar sem clientes. Esse foi um problema para o Banco da Inglaterra a partir da década de 1870. O crescimento do número de bancos privados depois de meados do século havia reduzido a participação de mercado do Banco da Inglaterra. Anteriormente, o banco havia sido “tão forte que poderia ter absorvido todos os outros bancos londrinos, seus capitais e suas

⁴⁵ A primeira vez em que empregou a expressão pode ter sido em *The Economic Consequences of Mr. Churchill* (1925, reproduzido em Keynes [1932], p. 259).

⁴⁶ Imagine que o ouro começa a deixar o país e que o banco central reage vendendo bônus de seu portfólio, reduzindo o dinheiro em circulação e, dessa forma, contendo a saída de ouro. Nesse caso, seus ativos externos e domésticos, ambos, diminuiriam; assim, essa correlação positiva é o que deveríamos esperar, caso as autoridades monetárias estivessem jogando de acordo com as regras.

reservas e, mesmo assim, seu próprio capital não teria se exaurido”.⁴⁷ Quando as operações de redesconto do Banco foram reduzidas a apenas uma fração daquelas praticadas por seus concorrentes, uma elevação em sua taxa de redesconto (*bank rate*) tinha menor impacto sobre as taxas de mercado. Uma elevação nessa taxa ampliava o diferencial entre ela e as taxas de mercado, fazendo com que o Banco da Inglaterra ficasse sem clientes para esse tipo de operação. Se esse diferencial se ampliava excessivamente, a “bank rate” poderia perder sua “eficácia”, podendo perder sua influência sobre as taxas de mercado. Somente com o passar do tempo o Banco da Inglaterra aprendeu como restaurar a eficácia da “bank rate” através da venda de títulos (juntamente com a venda de compromissos de recompra) com o objetivo de baixar o preço das mesmas, empurrando as taxas de mercado para cima, aproximando-as da “bank rate”.⁴⁸

Outra consideração era que uma elevação nas taxas de juro para conter a saída de ouro poderia esfriar a atividade econômica. Elevações nas taxas de juro aumentavam o custo de financiamento de investimentos e desestimulavam a acumulação de estoques, embora os bancos centrais ficassem, em larga medida, isolados das repercussões políticas negativas.

Finalmente, os bancos centrais hesitavam em elevar as taxas de juro porque isso aumentava o custo do serviço da dívida do governo. Mesmo bancos centrais que eram instituições privadas não estavam imunes a pressões no sentido de proteger o governo desse ônus. O Banco da França, embora fosse uma instituição privada, era chefiado por um servidor público nomeado pelo ministro das Finanças. Três dos doze membros do Council of Regents do banco eram indicados pelo governo. A maioria dos funcionários do Reichsbank alemão era de servidores públicos. Embora a diretoria do Reichsbank decidisse a maior parte das questões de suas políticas através de voto majoritário, em caso de conflito com o governo ele era obrigado a obedecer às instruções do chanceler alemão.⁴⁹

Portanto, uma suposição simplista de que haveria um conjunto de “regras do jogo” seria enganosa — e, com o passar do tempo, cada vez mais errô-

⁴⁷ Nas palavras de Walter Bagehot, durante muito tempo editor da revista *The Economist* no final do século XIX. Bagehot (1874), p. 152.

⁴⁸ Outra maneira de alcançar o mesmo objetivo seria o banco central tomar empréstimos de bancos comerciais, casas de redesconto e outros grandes emprestadores.

⁴⁹ Sobre a politização das políticas monetárias na França e Alemanha, ver Plessis (1985) e Holtfrerich (1988).

nea. Os bancos centrais detinham alguma margem de liberdade na fixação de suas políticas. Eles estavam bem protegidos de pressões político-partidárias, mas seus escudos não eram absolutamente impenetráveis. Mesmo assim, a capacidade desses bancos de defender a conversibilidade do ouro em face de instabilidades internas e externas se apoiava em limites estabelecidos contra pressões políticas que podiam ser exercidas contra um banco central para que ele perseguisse outros objetivos incompatíveis com a defesa da conversibilidade do ouro. Entre aqueles em posição de influenciar a formulação de políticas, havia um amplo consenso de que a manutenção da conversibilidade deveria ser prioritária. Como veremos agora, quanto mais fortes esse consenso e a credibilidade da política econômica por ele assegurada, maior a margem de liberdade dos bancos centrais para “desobedecer as regras” sem colocar em risco a estabilidade do padrão ouro.

O PADRÃO OURO COMO INSTITUIÇÃO CARACTERÍSTICA DE UM MOMENTO HISTÓRICO

Se não através de rigorosa fidelidade às regras do jogo, como, então, era obtido um ajuste no balanço de pagamentos na ausência de fluxos significativos de ouro? Essa pergunta é a chave para compreendermos como funcionava o padrão ouro. Para responder à indagação, é preciso entender que esse sistema monetário internacional era mais que o conjunto de equações encontrado nas seções “Padrão ouro” dos manuais de economia. O sistema era uma instituição socialmente construída, e cuja viabilidade dependia do contexto no qual operava.

A pedra fundamental do padrão ouro no período anterior à guerra foi a prioridade atribuída pelos governos à manutenção da conversibilidade. Nos países situados no centro do sistema — Grã-Bretanha, França e Alemanha — não havia dúvida de que as autoridades fariam, em última instância, o que fosse necessário para defender a reserva de ouro de seus bancos centrais e manter a conversibilidade da moeda. “No caso de cada banco central”, concluiu o economista inglês P. B. Whale em seu estudo do sistema monetário do século XIX, “a tarefa fundamental era conservar suas reservas de ouro em um nível que salvaguardasse a vinculação de sua moeda ao padrão ouro”.⁵⁰ Outras considerações poderiam, no máximo, influenciar a escolha do momento em que as autoridades deveriam agir. Uma vez que não havia uma teoria coerente sobre a relação entre a política de um banco central e a economia,

⁵⁰ Whale (1939), p. 41.

isso dava margem a discordâncias entre os analistas quanto a se o nível das taxas de juro estaria agravando o desemprego.⁵¹ A pressão experimentada por governos do século XX para subordinar a estabilidade da moeda a outros objetivos não foi uma característica do mundo do século XIX. O compromisso dos governos em relação à conversibilidade ganhava em credibilidade pelo fato de que os trabalhadores que mais sofriam em consequência dos tempos difíceis mal tinham condições de fazer sentir suas objeções. Na maioria dos países, o direito ao voto era ainda limitado aos homens que possuísem propriedades (às mulheres era praticamente universal a negação do direito ao voto). Os partidos trabalhistas representantes dos proletários estavam ainda em seus anos de estruturação. O trabalhador que corria o risco de ficar desempregado quando o banco central elevava a taxa de desconto tinha oportunidades limitadas para fazer ouvir suas objeções e chances ainda menores para demitir de seus cargos os governantes e diretores do banco central responsáveis pela formulação dessas políticas. O fato de que salários e preços eram relativamente flexíveis significava que um choque no balanço de pagamentos que exigisse uma redução nos gastos domésticos podia ser acomodado por uma queda nos preços e custos, e não por um aumento no desemprego, o que reduzia ainda mais a pressão para que as autoridades se preocupassem com o desemprego. Por todas essas razões, a prioridade que os bancos centrais atribuíam à manutenção da conversibilidade da moeda era raramente alvo de oposição.

Os investidores tinham consciência dessas prioridades. Machlup comenta ter havido poucas discussões, entre os investidores, sobre a possibilidade de desvalorização antes de 1914.⁵² Os investimentos no exterior eram raramente protegidos contra riscos cambiais porque estes eram considerados mínimos.⁵³ Quando ocorriam flutuações na moeda, os investidores reagiam de maneiras que contribuíam para uma estabilização. Digamos que a taxa de câmbio caísse, aproximando-se do ponto de exportação de ouro (um patamar em que

⁵¹ A inexistência de uma teoria sobre a relação entre as políticas dos bancos centrais e as flutuações agregadas é surpreendente, por exemplo, nos textos de Bagehot, o mais importante jornalista financeiro inglês do período. Frank Fetter (1965, p. 7 e *passim*) observa como a teoria sobre o funcionamento do sistema bancário era subdesenvolvida no final do século XIX.

⁵² Machlup (1964), p. 294. Queremos, aqui, distinguir entre países situados no centro do sistema internacional, aos quais, principalmente, Machlup dedicou sua atenção, e aqueles na periferia do padrão ouro, tanto no sul da Europa como na América do Sul.

⁵³ Bloomfield (1963), p. 42.

a moeda doméstica era suficientemente barata para que resultasse lucrativo convertê-la em ouro, exportar esse ouro e usá-lo para adquirir moeda estrangeira). O banco central começaria a perder reservas. Mas ocorreria uma entrada de fundos do exterior no país, em antecipação aos lucros que seriam auferidos por aqueles que tivessem investido em ativos domésticos, depois que o banco central tomasse as medidas para fortalecer a taxa de câmbio. Uma vez que não havia dúvidas sobre o compromisso das autoridades para com a paridade, registravam-se rapidamente entradas de capital, e em quantidades significativas. Assim, a taxa de câmbio registrava automaticamente uma valorização, reduzindo a necessidade de intervenção por parte do banco central.⁵⁴ Talvez seja excessivamente categórica a afirmação do economista sueco Bertil Ohlin de que praticamente não houve movimentos de capital de “natureza desestabilizadora” antes de 1913, mas é sem dúvida realidade que os fluxos desestabilizadores “eram, então, de importância relativamente muito menor do que posteriormente”.⁵⁵

Assim, os bancos centrais podiam protelar suas intervenções estipuladas pelas regras do jogo sem sofrer perdas de reservas alarmantes. Eles podiam até mesmo intervir no sentido oposto durante um determinado tempo, contrabalançando, em vez de reforçar, o impacto das perdas de reservas sobre a oferta monetária. Isso neutralizava o impacto dos fluxos das reservas sobre os mercados domésticos e minimizava seu impacto sobre os níveis de produção e emprego.⁵⁶

Os bancos centrais podiam afastar-se das regras do jogo porque seu compromisso em relação à manutenção da conversibilidade em ouro gozava de credibilidade. Embora fosse possível detectar repetidos desrespeitos às regras ao longo de períodos curtos, como um ano, ao longo de intervalos mais longos os ativos dos bancos centrais no país e no exterior caminhavam de mãos dadas. Os bancos centrais podiam desobedecer as regras do jogo no curto prazo, porque não havia dúvida de que elas seriam respeitadas no lon-

⁵⁴ Evidências econométricas documentando essas relações são apresentadas por Olivier Jeanne (1995).

⁵⁵ A primeira citação nessa sentença foi tirada de Ohlin (1936), p. 34; a segunda é de Bloomfield (1959), p. 83.

⁵⁶ Essa prática era conhecida, por razões óbvias, como esterilização (neutralização, na França). Era impossível, evidentemente, adotá-la no caso extremo em que uma perfeita mobilidade do capital internacional e a possibilidade de intercâmbio de ativos estabelecessem uma estreita vinculação entre as taxas de juro no país e no exterior.

go prazo.⁵⁷ Sabendo que, em última instância, as autoridades tomariam, quaisquer que fossem, as medidas necessárias para defender a conversibilidade, os investidores transferiam seu capital para países de moedas fracas, financiando seus déficits mesmo quando seus bancos centrais desobedeciam, temporariamente, as regras do jogo.⁵⁸

SOLIDARIEDADE INTERNACIONAL

Uma elevação na taxa de redesconto de um país, que atraía capital financeiro e reservas de ouro, debilitava os balanços de pagamentos dos países de onde saíam capital e ouro. Uma elevação na taxa de redesconto de um banco central poderia, portanto, desencadear uma rodada de aumentos nas taxas praticadas por outros bancos centrais. “Sempre que houvesse pouco ouro nos cofres do Banco da Inglaterra e do Banco da França, uma medida adotada por qualquer dos dois bancos para atrair ouro certamente provocaria uma reação contrária do outro”, foi como o economista inglês Ralph Hawtrey caracterizou o mecanismo.⁵⁹ Analogamente, uma diminuição na taxa de redesconto de um banco central poderia permitir uma rodada de reduções pelos demais bancos. Bloomfield documentou a tendência de ascensão e queda simultânea nas taxas de redesconto nos vinte anos que antecederam a Primeira Guerra Mundial.⁶⁰

Idealmente, alguém assumiria a responsabilidade pelo nível comum da taxa de redesconto, que deveria ser elevado quando as economias tendiam a um superaquecimento, porém reduzido quando pairavam ameaças de uma recessão mundial. Quando, por exemplo, as condições de acesso ao crédito eram excessivamente restritivas e se fazia necessário um afrouxamento, o ajuste tinha de ser adotado simultaneamente por diversos bancos centrais. A neces-

⁵⁷ Essa é a descrição feita por John Pippinger (1984) da política do Banco da Inglaterra para sua taxa de redesconto neste período, para o qual ele apresenta dados econométricos.

⁵⁸ Novamente, aqui, a analogia com a recente literatura sobre *zonas-alvo* de taxas de câmbio é direta (ver Krugman [1991]). Quando as reservas drenavam e a taxa de câmbio caía, o capital afluía porque os investidores esperavam que as autoridades adotassem políticas que resultariam numa valorização da moeda, proporcionando, posteriormente, ganhos de capital. Em outras palavras, o desrespeito às regras do jogo, no curto prazo, continuava resultando em fluxos de capital estabilizadores, em virtude da confiança do mercado em que as autoridades obedeceriam às regras no longo prazo.

⁵⁹ Hawtrey (1938), p. 44.

⁶⁰ Bloomfield (1959), p. 36 e *passim*. Ver também Triffin (1964).

sidade de ajuste era sinalizada por um aumento na relação entre as reservas e os meios de pagamento, uma vez que as moedas de ouro saíam de circulação e entravam nos cofres dos bancos centrais, e as reservas cresciam em relação aos depósitos e outras obrigações, em consequência da queda na atividade econômica. Alternativamente, a necessidade de um ajuste podia ser sinalizada pelo nível das taxas de juro (alto, com a economia em expansão, e baixo quando houvesse queda no nível de atividade econômica). Assim, os bancos centrais “acompanhavam o mercado”, ajustando a “bank rate” a rebouque das taxas de juro de mercado.

Uma limitação inerente a essa abordagem era sua incapacidade de antecipar e moderar ciclos de atividade previsíveis. Por essa razão, as taxas de um banco central tinham que conduzir as taxas de mercado, em vez de acompanhá-las. Foi isso o que o Banco da Inglaterra começou a fazer na década de 1870, coincidindo com o advento do padrão ouro internacional.⁶¹ Essas práticas ressaltavam a necessidade de coordenação: se um banco reduzisse sua taxa de redesconto, mas os outros não acompanhassem a medida, o primeiro sofreria perdas em suas reservas e a conversibilidade de sua moeda poderia ser ameaçada. Desse fato, resultou uma convenção do tipo “faça o que o mestre mandar”. O Banco da Inglaterra, o banco central mais influente à época, sinalizava a necessidade de agir, e sua taxa de redesconto se constituía no ponto focal para a harmonização das políticas. O banco “dava o tom”; em uma passagem famosa, Keynes apelidou-o de “maestro da orquestra internacional”.⁶² Ao seguir a liderança inglesa, os bancos centrais de diferentes países coordenavam os ajustes nas condições de crédito mundiais.⁶³

Em períodos de turbulência, era mais difícil promover a harmonização das políticas. A contenção de uma crise financeira poderia exigir que as ta-

⁶¹ O banco havia tentado conduzir as taxas de juro nas décadas de 1830 e 1840. A crise financeira de 1857, porém, levou à adoção da “norma de 1858”, prevendo a limitação da ajuda ao mercado monetário de maneira a incentivar a auto-sustentação das instituições financeiras. Assim, as tentativas de comandar o mercado a partir de 1873 podem ser vistas como um retorno a práticas anteriores. Ver King (1936), pp. 284-7. A frequência dessa prática não deve ser exagerada, porém. Havia limites, como discutido acima, sobre até que ponto o banco poderia desviar-se das taxas de mercado, sem ficar à míngua ou se empanturrar de operações.

⁶² Keynes (1930), vol. 2, pp. 306-7.

⁶³ Há divergências tanto sobre qual teria sido exatamente o grau de influência da taxa de redesconto do Banco da Inglaterra nas taxas de outros bancos centrais como sobre em que medida teria havido uma influência recíproca. Ver Eichengreen (1987) e Giovannini (1989).

xas de redesconto de diferentes bancos centrais se movessem em sentidos opostos. Um país atravessando uma crise e sofrendo uma perda de reservas poderia ser forçado a elevar sua taxa de redesconto para atrair ouro e capital do exterior. Para haver cooperação, seria necessário que outros países permitissem que fluísse ouro para o banco central em dificuldades, em vez de “responder na mesma moeda”. A adoção de políticas idênticas não contribuiria para a superação dos problemas. De fato, uma crise financeira grave poderia exigir que bancos centrais estrangeiros adotassem medidas excepcionais para dar apoio a um banco central em dificuldades. Eles poderiam ter de descontar títulos em nome do país afetado e emprestar ouro a suas autoridades monetárias. Na prática, os recursos sobre os quais um país qualquer poderia sacar quando sua paridade em ouro estivesse sob ataque englobavam mais do que suas próprias reservas, alcançando os recursos que poderiam ser tomados de empréstimo junto a outros países que adotavam o padrão ouro.

Um exemplo é a crise do Baring em 1890, quando o Banco da Inglaterra defrontou-se com a insolvência de um importante banco mercantil britânico, o Baring Brothers, que havia concedido empréstimos não honrados pelo governo da Argentina. O Banco da Inglaterra tomou um empréstimo de 3 milhões de libras em ouro do Banco da França e obteve uma promessa de 1,5 milhão em moedas de ouro da Rússia. Não foi um arranjo sem precedentes. O Banco da Inglaterra já havia tomado um empréstimo em ouro do Banco da França em ocasião anterior, em 1839. Os ingleses haviam retribuído o favor em 1847. O Riksbank sueco havia emprestado diversos milhões de coroas do Banco Nacional da Dinamarca em 1882. Mas foi em 1890 que, pela primeira vez, ações semelhantes foram necessárias para dar suporte à estabilidade do padrão ouro internacional e à sua moeda chave, a libra esterlina. “A ajuda assim prestada por bancos centrais estrangeiros [em 1890] marcou uma época”, foi como Hawtrey considerou os acontecimentos.⁶⁴

A crise havia sido precipitada por dúvidas sobre se o Banco da Inglaterra possuiria os recursos para defender a paridade da libra esterlina. Os investidores questionaram se o Banco detinha a capacidade para atuar, simultaneamente, como prestador de última instância e também como defensor da libra. Depósitos de estrangeiros foram liquidados e o Banco começou a perder ouro apesar de ter elevado a taxa de redesconto. Tudo levava a crer que a Inglaterra poderia ser obrigada a escolher entre seu sistema bancário e a conversi-

⁶⁴ Hawtrey (1938), p. 108.

bilidade de sua moeda em ouro. O dilema foi evitado pela ajuda do Banco da França e do Banco Estatal Russo. Com o restabelecimento de seu nível de reservas em ouro, o Banco da Inglaterra pôde prover liquidez ao mercado londrino e, com a ajuda de outros bancos de Londres, contribuir para a formação de um fundo de garantia para o Baring Brothers, sem prejudicar as reservas necessárias para honrar seu compromisso de converter libras esterlinas em ouro. Os investidores foram tranquilizados e a crise foi superada.

Depois que este episódio demonstrou a necessidade de solidariedade para dar sustentação ao padrão ouro em momentos de crise, medidas de cooperação visando preservar o sistema tornaram-se cada vez mais comuns. Em 1893, um consórcio de bancos europeus, com o encorajamento de seus governos, contribuiu com as medidas do Tesouro norte-americano para a defesa do padrão ouro. Em 1898 o Reichsbank e os bancos comerciais alemães obtiveram ajuda do Banco da Inglaterra e do Banco da França. Em 1906 e 1907, o Banco da Inglaterra, enfrentando outra crise financeira, obteve também apoio do Banco da França e do Reichsbank alemão. O Banco Estatal Russo, por seu turno, enviou ouro para Berlim para reabastecer as reservas do Reichsbank. Também em 1907, o governo canadense tomou medidas para aumentar o estoque de notas sem lastro das possessões britânicas, em parte para liberar reservas para o sistema financeiro norte-americano, que estava sofrendo um aperto de crédito excepcional.⁶⁵ Em 1909 e 1910, o Banco da França novamente descontou títulos ingleses, colocando ouro à disposição de Londres. Países europeus menores, como a Bélgica, Noruega e Suécia, tomaram empréstimos de reservas de bancos centrais e governos estrangeiros.

Esse tipo de cooperação internacional, embora não fosse um evento cotidiano, era crucial em momentos de crise. Ela contradiz a visão segundo a qual o padrão ouro era um sistema atomizado. Ao contrário, sua sobrevivência dependia da colaboração entre bancos centrais e governos.

O PADRÃO OURO E O EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

A operação do sistema do padrão ouro repousava, como vimos, no compromisso primordial dos bancos centrais em relação à manutenção da conversibilidade externa. Embora não houvesse uma teoria totalmente articulada explicando a relação entre política de redesconto e taxas de juro em geral ao ciclo de negócios, havia, no máximo, uma pressão limitada para que as autoridades monetárias apontassem seus instrumentos para outros alvos. O

⁶⁵ Para obter detalhes sobre a política canadense na crise de 1907, ver Rich (1989).

surgimento do sistema de reserva bancária fracionária, através do qual os bancos recebiam depósitos mas conservavam apenas uma fração de seus ativos na forma de dinheiro e de títulos líquidos ia contra esse estado de coisas. Essa prática levantava a possibilidade de que uma corrida dos depositantes aos bancos poderia provocar a quebra de um banco sem liquidez, mas basicamente solvente. Alguns preocupavam-se ainda mais com o fato de que uma corrida aos bancos poderia abalar a confiança e contagiar outras instituições, ameaçando a estabilidade de todo o sistema financeiro. O contágio poderia ocorrer através de canais psicológicos, se a quebra de um banco compromettesse a confiança nos outros, ou através de efeitos de liquidez, na medida em que os credores do banco em dificuldades fossem obrigados a liquidar seus depósitos em outros bancos para levantar dinheiro.

Qualquer dos dois cenários criava uma justificativa para uma intervenção do prestador de última instância visando prevenir a disseminação da crise.

Embora seja difícil precisar o momento em que os bancos centrais perceberam o problema, a crise envolvendo a Overend and Gurney, na Inglaterra, em 1866, foi um ponto de inflexão. A Overend and Gurney era uma firma antiga que havia sido recém-incorporada como uma companhia limitada em 1865. Em 1866, a falência da empreiteira ferroviária Watson, Overend e o subsequente colapso da companhia mercantil espanhola Pinto, Perez, na qual sabia-se haver uma participação da Overend and Gurney, forçaram o fechamento da companhia. O pânico se espalhou pelo sistema bancário. Os bancos procuraram manter sua liquidez descontando títulos junto ao Banco da Inglaterra. Diversas dessas instituições queixaram-se de que o Banco da Inglaterra deixou de prestar assistência adequada. Preocupado com o nível de suas próprias reservas, o Banco da Inglaterra recusou-se a atender a demanda por operações de redesconto. No auge do pânico, o Banco negou-se a emprestar dinheiro contra a apresentação de títulos do governo.⁶⁶ O pânico foi intenso.

Em parte como resultado dessa experiência, o Banco da Inglaterra estava mais consciente de suas responsabilidades como prestador de última instância quando ocorreu a crise do Baring em 1890. O problema foi que o desejo do banco de atuar como um prestador de última instância poderia conflitar com suas responsabilidades de administrador do padrão ouro. Digamos que houvesse uma corrida a um banco mercantil britânico, em que os depositantes

⁶⁶ Essas críticas são relatadas em artigos publicados na *Bankers' Magazine*, conforme descrito por Grossman (1988).

sacassem seu dinheiro e, em seguida, adquirissem ouro, drenando reservas do Banco da Inglaterra. Para dar suporte ao banco em dificuldades, o Banco da Inglaterra poderia prover liquidez, mas isso desprezaria as regras do jogo do padrão ouro. Ao mesmo tempo em que suas reservas de ouro estariam caindo, o banco central estaria aumentando a provisão de crédito ao mercado. À medida que as reservas do banco central caíssem para o piso obrigatório estipulado pelo estatuto do padrão ouro, seu compromisso em relação à manutenção da conversibilidade do ouro poderia ser colocado em xeque. Se surgissem preocupações de que o banco central poderia suspender a conversibilidade do ouro e permitir que o câmbio fosse desvalorizado, em vez de deixar que a crise bancária doméstica se disseminasse, a conversão de depósitos de dinheiro em ouro poderia se acelerar à medida que os investidores procurassem evitar as perdas de capital que os portadores de ativos denominados em moeda doméstica sofreriam na eventualidade de uma desvalorização. Assim, quanto mais rapidamente se injetasse liquidez no sistema bancário, tanto mais rapidamente ela vazaria de novo. Uma intervenção do prestador de última instância era não apenas difícil, ela poderia ser contraproducente.

Na década de 30, esse dilema colocou as autoridades entre a cruz e a caldeirinha, como veremos no capítulo 3. Antes da Primeira Guerra Mundial, a opção entre aquele suplício ou esta tortura era algo que a maioria das autoridades responsáveis conseguira evitar. Em parte, a idéia de que aos bancos centrais cabiam responsabilidades de prestador de última instância desenvolvera-se apenas gradualmente; de fato, em países como os Estados Unidos ainda não havia um banco central para assumir essa obrigação. Muitos bancos centrais e governos começaram a aceitar uma responsabilidade significativa pela estabilidade de seus sistemas bancários na década de 20, como parte da ampliação geral do papel dos governos na regulação da economia. Além disso, a credibilidade do compromisso primordial dos bancos centrais e dos governos para com a manutenção da paridade do padrão ouro tranquilizou os investidores, na crença de que qualquer desrespeito às "regras" do padrão ouro, por razões inerentes ao prestador de última instância, seria apenas temporário. Assim como ocorreria em outros contextos, portanto, o capital externo fluiria no sentido da estabilização. Se a taxa de câmbio se desvalorizasse à medida que o banco central injetasse liquidez no sistema financeiro, ocorreria uma entrada de capital do exterior à medida que os investidores vissem a subsequente recuperação da moeda (e os ganhos de capital que eles obteriam nessa circunstância). O compromisso entre o padrão ouro e a estabilidade financeira doméstica já não era tão crítico. Se os investidores exigissem um incentivo adicional, o banco central poderia subir

as taxas de juro para aumentar a taxa de retorno. Isso era conhecido como a regra de Bagehot: redesconto irrestrito em resposta a um "enxugamento interno" (uma troca de posições em depósitos e moeda, por posições em ouro) e aumento das taxas de juro em resposta a um "enxugamento externo" (para conter as conseqüências no balanço de pagamentos).

Algo que alargava ainda mais a margem de manobra de um banco central eram as provisões contidas nas regras da *cláusula de exceção*, que poderiam ser invocadas em momentos difíceis. Se ocorresse uma crise grave, o banco central poderia permitir que suas reservas caíssem abaixo do mínimo estatutário e deixar a moeda cair abaixo do ponto de exportação do ouro. Conforme mencionado acima, isso era permitido em alguns países, dependendo de uma aprovação do ministro das Finanças ou mediante o pagamento de uma taxa. Mesmo na Grã-Bretanha, onde o estatuto do padrão ouro não previa uma ação desse tipo, o governo podia solicitar ao Parlamento que autorizasse um aumento excepcional na emissão fiduciária. Como essa cláusula de exceção era invocada em resposta a circunstâncias que eram tanto independentemente verificáveis como evidentemente não decorrentes de ações das próprias autoridades, era possível suspender a conversibilidade sob condições excepcionais sem diminuir a credibilidade dos compromissos das autoridades para com a manutenção da mesma em períodos de normalidade.⁶⁷ Dessa forma, a obrigatoriedade do prestador de última instância de intervir na defesa do padrão ouro poderia ser relaxada temporariamente.

Outra cláusula de exceção era invocada pelo próprio sistema bancário. As instituições bancárias, em conjunto, podiam enfrentar uma corrida a um dos bancos permitindo que ele suspendesse suas operações e assumir coletivamente o controle de seus ativos e passivos, em troca de uma injeção de liquidez. Através de tais "operações salva-vidas", os próprios bancos podiam, na prática, privatizar a função de prestador de última instância. No caso de uma corrida generalizada ao sistema, eles poderiam decidir, em conjunto, suspender simultaneamente a conversibilidade dos depósitos em espécie. Recorria-se à suspensão da conversibilidade em países como os Estados Unidos, que não dispunha de um prestador de última instância. Ao impedir, simultaneamente, o saque dos depósitos em todos os bancos, estes impediam que

⁶⁷ Essa regra da cláusula de exceção do padrão ouro clássico é enfatizada por Michael Bordo e Finn Kydland (1994) e Barry Eichengreen (1994). Matthew Canzoneri (1985) e Maurice Obstfeld (1993a) demonstram que uma cláusula de exceção viável exige que as contingências em resposta às quais ela é invocada sejam não só independentemente verificáveis como também claramente não produzidas pelas próprias autoridades.

a demanda de liquidez "ricocheteasse" de uma para outra instituição bancária. Como a restrição reduzia a liquidez das obrigações dos bancos comerciais, ela resultava em um prêmio sobre a moeda (uma situação na qual um dólar em espécie valia mais do que um dólar em depósitos bancários). Com o estímulo à demanda por moeda em espécie, poderia, efetivamente, ocorrer uma entrada de ouro no país, a despeito da crise bancária, como ocorreu, por exemplo, durante a crise financeira americana em 1893.⁶⁸ Novamente, nessa ocasião, foi evitado o conflito em potencial entre a estabilidade financeira doméstica e a internacional.

INSTABILIDADE NA PERIFERIA

Os resultados foram menos satisfatórios fora do centro europeu onde se adotara o padrão ouro.⁶⁹ Alguns dos problemas experimentados pelos países da periferia podem ser atribuídos ao fato de que a prática de cooperação raramente alcançava regiões tão distantes. Não se deveu a uma coincidência o fato de que o Banco da Inglaterra tenha sido o alvo de apoio externo em 1890 e, novamente, em 1907. A estabilidade do sistema dependia da participação dos britânicos; assim, o Banco da Inglaterra tinha o peso necessário para cobrar ajuda externa nos momentos de necessidade. Para outros países, a situação era diferente. Os principais bancos centrais sabiam que uma instabilidade financeira poderia se alastrar e, em razão desse risco de contágio, países como a França e Alemanha podiam esperar apoio daqueles bancos. Mas os problemas na periferia não colocavam em risco a estabilidade sistêmica e, por isso, os bancos centrais europeus sentiam-se menos inclinados a ir em socorro de um país, digamos, da América Latina.

Em verdade, muitos países fora da Europa não dispunham de bancos centrais com os quais pudessem articular esse tipo de prática cooperativa. No Estados Unidos, um banco central, o Federal Reserve System, foi estabelecido originalmente em 1913. Muitos países na América Latina e em outras partes do mundo não instituíram bancos centrais nos moldes norte-americanos até

⁶⁸ Outra maneira de compreender a resposta dos fluxos de ouro está em perceber que os investidores se deram conta de que com uma quantidade de ouro no valor de um dólar eles poderiam adquirir obrigações contra bancos que valeriam mais que um dólar, uma vez encerrada a suspensão temporária; ouro afluía à medida que os investidores procuravam aproveitar essa oportunidade. Victoria Miller (1995) descreve como este mecanismo funcionou nos Estados Unidos durante a crise de 1893.

⁶⁹ Análises sobre o ajuste do padrão ouro na periferia encontram-se em Ford (1962), de Cecco (1974) e Triffin (1947 e 1964).

a década de 20. Os sistemas bancários na periferia eram frágeis e vulneráveis a perturbações que poderiam fazer desmoronar os arranjos financeiros tanto externos como domésticos de um país, especialmente em vista da inexistência de um prestador de última instância. Uma perda de ouro e de reservas cambiais resultava em uma correspondente diminuição nos meios de pagamento, uma vez que não havia um banco central capaz de esterilizar as saídas do metal do país ou mesmo um mercado de bônus ou de descontos onde se pudessem colocar em prática operações de *esterilização*.

Outros fatores contribuíram para o surgimento de dificuldades especiais na operacionalização do padrão ouro fora da Europa central e setentrional. Os países produtores de “commodities” estavam sujeitos a abalos excepcionalmente fortes nos preços de seus produtos no mercado. Muitos haviam se especializado na produção e exportação de uma pequena diversidade de produtos primários, o que os deixava expostos a flutuações voláteis de seus *termos de troca*. Os países na periferia também sofriam os efeitos desestabilizadores de mudanças nos fluxos de capital internacionais. No caso da Grã-Bretanha e, em menor medida, no de outros credores europeus, um aumento dos empréstimos externos poderia provocar um desequilíbrio na balança do comércio de mercadorias. Cada vez mais, a partir de 1870 — coincidindo com o advento do padrão ouro internacional —, os empréstimos da Grã-Bretanha passaram a financiar os gastos com investimentos no exterior.⁷⁰ Os empréstimos tomados pelo Canadá ou pela Austrália para financiar a construção de ferrovias criaram uma demanda por trilhos e locomotivas. Os empréstimos levantados para financiar a construção de portos geraram uma demanda por navios e guindastes. Assim, o fato de a Grã-Bretanha ser uma das mais importantes fontes de exportação de bens de capital para os países aos quais emprestava dinheiro ajudou a estabilizar seu balanço de pagamentos.⁷¹ Em contrapartida, um declínio no volume de fluxos de capital para as regiões geradoras de produtos primários não resultou em um aumento estabilizador na demanda por exportações dessas “commodities” em outras regiões do mundo. Da mesma forma, uma diminuição nas receitas das exportações de “commodities” tornaria um país importador de capital um mer-

⁷⁰ Cairncross (1953), p. 188. Ver também Feis (1930) e Fishlow (1985).

⁷¹ Outros países mantinham vínculos comerciais mais fracos com os mercados para os quais concediam empréstimos; seus empréstimos para o exterior não estimulavam as exportações de bens de capital em igual medida. Em relação à França, este fato é documentado, por exemplo, por Harry Dexter White (1933).

cado menos atraente para investidores externos. As entradas de fluxos financeiros cessaram à medida que surgiram dúvidas sobre se as receitas das exportações seriam suficientes para cobrir o serviço do endividamento externo. E à medida que as entradas de capital cessaram, as exportações foram prejudicadas pela escassez de crédito. Os impactos nas contas corrente e de capital, portanto, reforçaram-se mutuamente.

Finalmente, a particular configuração de fatores sociais e políticos que dava suporte à operação do padrão ouro na Europa funcionava com menor eficácia em outras regiões. A experiência norte-americana ilustra o fato. Até a virada do século, eram generalizadas as dúvidas quanto ao grau de comprometimento dos Estados Unidos em relação ao preço, em dólares, do ouro. O sufrágio universal masculino fez crescer a influência política dos pequenos proprietários rurais que se opunham à deflação. Cada um dos estados norte-americanos, inclusive aqueles com uma população rarefeita de colonos dedicados à agricultura e à mineração no Oeste, tinha dois senadores na Câmara Alta do Congresso. A mineração da prata formava um importante setor da economia capaz de exercer forte pressão política. Ao contrário do que ocorria com os agricultores europeus, que enfrentavam a competição de importações e cuja oposição ao padrão ouro podia ser “comprada” com a concessão de proteção tarifária, a agricultura norte-americana voltada para as exportações não se beneficiava de um escudo tarifário. E o fato de que os que exploravam as minas de prata e os agricultores endividados estavam concentrados nas mesmas regiões dos Estados Unidos facilitou a formação de coalizões.

Na década de 1890, o nível de preços nos Estados Unidos registrava uma queda iniciada vinte anos antes. Essa deflação significava preços de produtos mais baixos, mas não acompanhada de uma queda equivalente na carga do endividamento com hipotecas. Na raiz dessa deflação, conjecturava a liderança do movimento populista, estava o fato de que a produção mundial crescia mais rapidamente do que o estoque mundial de ouro. Para deter a queda no nível de preços, concluíram eles, o governo deveria emitir mais dinheiro, idealmente na forma de moedas de prata. Esse foi o objetivo da Lei Sherman de Aquisições de Prata, aprovada em 1890.

Quando o Tesouro adquiriu prata com títulos de curso legal, a chamada moeda representativa ou moeda-papel, os preços pararam de cair, como previsto. A prata substituiu o ouro em circulação. Mas, à medida que as despesas aumentavam, o balanço de pagamentos norte-americano passou a registrar um déficit, drenando ouro do Tesouro. Temia-se que poderia chegar um momento em que o Tesouro não disporia da quantidade de moeda em espécie necessária para converter dólares em ouro. Em 1891, uma fraca co-

lheita na Europa provocou um grande aumento nas exportações norte-americanas, adiando o inevitável. Mas a vitória de S. Grover Cleveland na eleição presidencial de 1892 intensificou os temores; os mercados receavam que a recém-empossada administração democrata cedesse à poderosa ala de seu partido defensora da emissão de moeda-papel.⁷² O fracasso de mais uma conferência monetária internacional em dezembro de 1892, quando seus participantes não chegaram a um acordo em torno de um sistema bimetalico internacional, intensificou esse clima de inquietação. Em abril de 1893, as reservas de ouro do Tesouro haviam caído para menos de US\$ 100 milhões, o mínimo considerado compatível com um patamar de segurança, e a preocupação da opinião pública em relação à estabilidade da moeda tornou-se “aguda”.⁷³ Os investidores converteram seu capital em moedas européias para evitar os prejuízos que sofreriam em ativos denominados em dólares caso a conversibilidade fosse suspensa e o dólar desvalorizado.⁷⁴

No outono de 1893, Cleveland declarou-se favorável à moeda forte, com lastro. A Lei Sherman foi revogada em 1º de novembro por insistência do presidente, o que adiou o problema do dólar. Mas o conflito básico não havia sido eliminado. Ele ressurgiu durante a campanha presidencial seguinte e foi resolvido somente quando o eleitorado rejeitou William Jennings Bryan, o candidato dos democratas e populistas, em favor dos republicanos, elegendo William McKinley. Em sua campanha, Bryan havia defendido uma cunhagem ilimitada de prata, implorando aos eleitores que não crucificassem os agricultores e trabalhadores norte-americanos em uma “cruz de ouro”. A perspectiva de uma livre cunhagem da prata e de uma desvalorização do dólar disparou uma *fuga de capitais* e uma elevação das taxas de juro. Somente com a vitória de McKinley, ele próprio um recém-convertido à causa do ouro e da ortodoxia monetária, a tranquilidade voltou a reinar (e retornaram os capitais em fuga).

O fato de que em 1896 os preços mundiais já haviam começado a subir ampliaram as perspectivas eleitorais de McKinley. As descobertas de ouro na

⁷² No Brasil, aconteceu algo semelhante: “em 1889, com a República, reabriram-se as controvérsias entre os metalistas e os papelistas” (Lopes e Rossetti, *Economia monetária*) [N. do T.].

⁷³ Taus (1943), p. 91. É preciso lembrar que o interregno entre a eleição e a posse de um presidente cobria um período do início de novembro até início de março. A incerteza que poderia resultar de uma demora tão prolongada também desempenhou um papel importante na crise do dólar no início de 1933, como será descrito no cap. 3.

⁷⁴ Ver Calomiris (1993).

Austrália ocidental, África do Sul e Alasca e o desenvolvimento do processo de extração de ouro de minérios impuros empregando cianeto estimularam o crescimento da oferta monetária. O desenvolvimento do sistema de reserva fracionária bancária incrementou enormemente a moeda fiduciária. Desfez-se a associação entre o padrão ouro e a deflação. A posição do dólar foi consolidada através da aprovação da Lei do Padrão Ouro de 1900.

Em outros países, as pressões por uma desvalorização da moeda não foram eliminadas com tanta facilidade. Os países “latinos” do sul da Europa e da América do Sul foram repetidamente obrigados a suspender a conversibilidade do ouro e a permitir que suas moedas fossem desvalorizadas. Isso ocorreu nos casos da Argentina, Brasil, Chile, Itália e Portugal.⁷⁵ Com frequência, a explicação para esses países não terem conseguido agir em defesa da conversibilidade foi a influência política dos grupos que defendiam a inflação e a desvalorização. Na América Latina, assim como nos Estados Unidos, a desvalorização era bem-vinda pelos proprietários de terras que haviam assumido hipotecas fixas e pelos exportadores, que desejavam melhorar sua competitividade internacional. E os dois setores eram, frequentemente, um único grupo de interessados. A esses interesses vieram se somar os dos mineradores, que viam com bons olhos a cunhagem da prata. As nações latino-americanas, especialmente os países menores, continuaram a cunhar moedas de prata muito depois de os principais países europeus terem adotado o ouro para essa finalidade. As perdas de ouro por parte desses países e os problemas na manutenção da conversibilidade da moeda em espécie em ouro eram previsíveis. Em grande parte do mundo, a inexistência dos particulares fatores políticos e sociais que emprestaram ao padrão ouro sua credibilidade na base do sistema europeu tornou sua operação problemática.

A ESTABILIDADE DO SISTEMA

Se abrirmos um manual de economia internacional, provavelmente veremos que o sistema do padrão ouro era habitualmente o referencial que balizava o equacionamento das questões monetárias internacionais antes de 1913. Entretanto, como mostrei neste capítulo, o padrão ouro tornou-se a base das operações monetárias internacionais na Europa ocidental apenas na

⁷⁵ O resultado da suspensão da conversibilidade não foi igual para todos países — nem todos sofreram inflação e desvalorização de suas moedas. Em particular, diversos países europeus que foram obrigados a suspender a conversibilidade continuaram com políticas de relativa estabilidade.

década de 1870. Esse padrão não se disseminou pela maior parte do mundo antes do final do século XIX. Estabilidade na taxa de câmbio e políticas monetárias mecânicas, traços emblemáticos do padrão ouro, eram mais exceções do que normas.

De todos, talvez o aspecto menos normal fossem as circunstâncias econômicas e políticas que permitiram o florescimento do padrão ouro. A posição singular da Grã-Bretanha na economia mundial protegeu seu balanço de pagamentos contra choques e proporcionou as condições para que a libra esterlina ancorasse o sistema internacional. Os vínculos entre, de um lado, as concessões de empréstimos pelos britânicos e, de outro, as exportações de bens de capital estabilizaram as contas externas do país e aliviaram as pressões sobre o Banco da Inglaterra. Em certa medida, as mesmas considerações se aplicam a outros países na base do padrão ouro europeu. Nesse sentido, o fato de o final do século XIX ter sido um período de expansão e crescente multilateralidade no comércio internacional não foi simplesmente uma consequência da estabilidade cambial no cenário do padrão ouro. Foram a própria abertura dos mercados e o crescimento do comércio que deram sustentação ao funcionamento do mecanismo de ajuste característico do padrão ouro. O fato de os mercados externos para as exportações britânicas de bens de capital estarem desobstruídos permitiu aos exportadores de mercadorias britânicas avançarem na esteira dos exportadores de capital britânicos, estabilizando o balanço de pagamentos do país que estava na base do sistema. O fato de a Grã-Bretanha e outros países industrializados aceitarem importar sem restrições as "commodities" das regiões exportadoras de produtos primários ajudou-os a arcar com o serviço de suas dívidas externas e a se ajustar a impactos em seus balanços de pagamentos. O funcionamento do sistema do padrão ouro tanto dependia desse sistema de comércio como lhe dava sustentação.

No plano político, o isolamento desfrutado pelas autoridades monetárias permitiu que elas se comprometessem com a manutenção da conversibilidade em ouro. Com isso, estabelecia-se um circuito de realimentação positiva no interior do sistema: a confiança do mercado no compromisso das autoridades fazia com que os "traders" adquirissem uma moeda quando sua taxa de câmbio caía, reduzindo a necessidade de uma intervenção e a inquietação resultante das medidas tomadas para estabilizar o câmbio. O fato de o período de 1871 a 1913 ter sido um interlúdio excepcional de paz na Europa facilitou a cooperação internacional que deu sustentação ao sistema quando sua existência foi ameaçada.

Há razões para duvidar que esse equilíbrio tivesse permanecido estável

por muitos anos ainda. Por volta da virada do século, o papel da Grã-Bretanha estava sendo enfraquecido pelo ritmo mais acelerado do crescimento econômico e do desenvolvimento financeiro em outros países. Uma queda na participação das exportações de capital de um país era automaticamente contrabalançada por aumentos em suas exportações de bens de capital. Uma parcela menor de seus empréstimos retornava automaticamente a Londres na forma de depósitos externos.

À medida que as descobertas de ouro da década de 1890 foram ficando para trás, ressurgiu a preocupação em relação ao nível dos estoques de ouro adequado para atender às necessidades de expansão da economia mundial. Não havia clareza quanto ao fato de que a suplementação do estoque de ouro com divisas estrangeiras proporcionava uma base estável para a ordem monetária internacional. O crescimento das reservas cambiais aumentava o risco de que abalos na confiança dos mercados, ao resultar na liquidação de reservas cambiais, em determinado momento pudesse provocar a liquidação do sistema. O crescimento dos Estados Unidos, uma importante fonte de impactos nos mercados financeiros mundiais, fez crescer o risco de que as crises poderiam se tornar ainda mais frequentes. Os Estados Unidos, embora fossem ainda um país com um perfil acentuadamente agrícola, já eram, ao final do século XIX, a maior economia do mundo. Esse perfil ainda acentuadamente agrícola da economia, aliado ao fato de seu sistema bancário rural ser relativamente rudimentar, resultou em que a demanda por cédulas e moedas — e junto com ela o nível das taxas de juro e a demanda por ouro — sofresse forte elevação a cada nova estação de plantio e colheita. Grande parte desse ouro era sacado de Londres. Com alguma regularidade, os bancos norte-americanos que tivessem esgotado suas reservas ao atender as demandas por crédito experimentavam graves dificuldades. Temendo pela solvência dos bancos, os investidores norte-americanos buscavam no ouro um refúgio seguro, obtendo o metal de países como a Grã-Bretanha e Canadá, o que pressionava seus sistemas financeiros. A capacidade do Banco da Inglaterra de tirar ouro "da lua" — na famosa expressão de Walter Bagehot, jornalista financeiro inglês — foi posta à prova.

Os acontecimentos políticos também não se mostravam propícios. A ampliação dos direitos de cidadania e o surgimento de partidos políticos operários acenaram com a possibilidade de contestação à política das autoridades monetárias, que atribuíam prioridade exclusiva à conversibilidade. A crescente percepção do desemprego e das contradições entre equilíbrio interno e externo emprestaram cunho político às diretrizes monetárias. O crescimento das tensões militares e políticas entre a Alemanha, França e Grã-

Bretanha depois da partilha da África minaram a solidariedade na qual a cooperação financeira se baseara até então.

Indagar se esses desdobramentos ameaçaram prejudicar seriamente a estabilidade do padrão ouro ou se o sistema teria evoluído de modo a acomodá-los tornou-se uma pergunta irrelevante com o início da Primeira Guerra Mundial. Mas, para os leitores interessados em especular sobre a questão, a melhor maneira de buscar uma resposta está no exame das tentativas de reconstrução do sistema monetário internacional na década de 20.