**A ECONOMIA POLÍTICA DO PADRÃO OURO-CAMBIO: 1914 - 1936**

**Cláudio Gontijo**(\*)

**RESUMO**

Salientando a insuficiência da abordagem tradicional dos mecanismos do padrão ouro, este artigo descreve e discute o seu colapso, na esteira da Primeira Guerra Mundial. A partir de uma análise do Relatório *Cunliffe* e das Conferências Financeira de Bruxelas, em 1920,e de Gênova, em 1922,discute criticamente a economia política implementada no período de entre guerra,inserida no contexto mais geral da época, em que se deu o retorno ao ouro, em 1925-1927, seguindo pelo *boom*especulativo da segunda metade da década de 1920, o qual culminou na crise de 1929, induzindo ao colapso do padrão ouro câmbio.

**Palavras Chave**: Padrão ouro; padrão ouro câmbio; Relatório Cunlifee; Grande Depressão.

**ABSTRACT**

Highlighting the failure of the traditional approach of the gold standard mechanisms, this article describes and discusses its collapse in the wake of the First World War. From an analysis of the *Cunliffe Report*, Brussels Financial Conference of 1920and Genoa Conference of 1922, it analyzes the economic polices implemented in the Inter-Wars period, inserted in the broader context of the time, in which it occurred the return to gold, followedby the speculative *boom*of the second half of the 1920s, which culminated in the 1929 crisis, leading to the collapse of the gold standard exchange.

**Keywords**: Gold standard; gold standard exchange; *Cunlifee Report*; Great Depression

**Área da ANPEC**: História Econômica

**Classificação JEL**: N Economic History N20 Financial Markets and Institutions(International)

(\*) Professor AssociadodoDepartamento de CiênciasEconômicas da UFMG

**A ECONOMIA POLÍTICA DO PADRÃO OURO CAMBIO: 1914 – 1936**

**Cláudio Gontijo**

1. Introdução

Ao contrário do período do padrão ouro, que se encerrou com a Primeira Guerra Mundial, do ouro-dólar, que prevaleceu durante a “Era de Bretton Woods” (1944-1971), e da globalização financeira, que a sucedeu, a fase do padrão ouro - câmbiotem sido pouco analisada pela literatura econômica no período recente. Esteaparente desinteresse talvez se explique pela abundância de perturbações que caracterizaram a "Era da Catástrofe", na expressão de Hobsbawn, oumesmo pela curta duração do regime monetário internacional baseado no ouro/divisas. Na verdade, a maioria das análisesdo período oconsideracomo importante somente porque‘[o] sistema econômico do pós Guerra foi criado tendo como pano de fundo o período de entre guerras e as lições dele derivadas” (Cooper, 1992, p. 2123), ou porque o mesmo foi fundamental na gestação das idéias que refulgiriam na *Teoria Geral* de Keynes (Harrod, 1951; Clarke, 1988), ou, finalmente, em razão das transformações da ordem econômica internacional, em que se acelera a perda de hegemonia financeira da Grã Bretanha, com a ascensão dos Estados Unidos e aconseqüente redução do papel da libra como moeda de reserva em favor do dólar (Eichengreen, 1993, p. 291).

Não obstante, trata-se de um período crucial até para se entender a formulação e as razões dos sucessos e fracassos da política econômica de alguns países e blocos econômicos no período recente, orientada, em larga medida, por princípios semelhantes aos que inspiravam as políticas monetárias e fiscais implementadas no período do padrão ouro câmbio. No caso da União Europeia, por exemplo, o próprio estatuto do Banco Central Europeu se alicerça no mito – caro aos formuladores da política econômica na época do padrão ouro – câmbio, de que a estabilidade monetária, que englobaria o equilíbrio fiscal, seria condição não apenas necessária, mas também suficiente para o funcionamento harmonioso da economia de mercado (Bibow, 2013).[[1]](#footnote-1) E, conforme apontam Gontijo e Oliveira (2014), a política econômica baseada nessa concepção teria sido responsável pela transformação de uma crise localizada (Grécia) numa crise continental, de efeitos imprevisíveis.

Este artigo procura preencher essa lacuna, descrevendo e discutindo, ainda que de forma sintética,ofuncionamentodo padrão ouro e as razões de seu colapso, assim como também as políticas econômicas implementadas durante o período da vigência do padrão ouro-câmbio.Para tanto, ele se divide em oito seções. Na seção 2, discute-se os mecanismos do padrão ouro, salientando a insuficiência da abordagem tradicional; a seção 3 descreve s sua débâcle, na esteira da Primeira Guerra Mundial, enquanto a seção seguinte analisa os impactos financeiros e econômicos dessa Guerra. O Relatório *Cunliffe* e as Conferências de Bruxelas e Gênova são apresentadas na seção 5; já o retorno ao ouro, assim como o *boom* da segunda metade da década de 1920, a crise de 1929 e o fim do padrão ouro – câmbio são descritos nas seções 6 e 7. Aseção 8realiza, a título de conclusão, uma discussão da políticaeconômica do padrão ouro-câmbio.

É claro que, devido à extensão do período e ao número de temas tratados, este artigo, de natureza exploratória, somente apresenta uma visão interpretativa ampla, não se debruçando com mais vagar sobrenenhum período nem muito menos discutindo em detalhe qualquer dos assuntos abordados. Apesar de fornecer interpretação precisa, ele mais levanta questões do que as discute em profundidade.

2. O Padrão Ouro

Reforçadas pelas recomendações do *CunliffeReport* (1918) e das Conferências de Bruxelas (1920) e de Gênova (1922), o retorno ao padrão ouro dominou, em grande medida, a política econômica dos principais países europeus na primeira metade da década de 1920, mesmo sobrepujando, em muitos casos, os esforços da reconstrução daqueles diretamente envolvidos na Primeira Guerra Mundial. Apesar de que, no plano político, isso era uma consequência da hegemonia do capital financeiro, que se firmara em escala mundial no último quartel do século XIX, no plano ideológico se originava das características do funcionamento do padrão ouro, consideradas notáveis pela liderança desses países. De fato, entre 1880 e 1914,

as taxas de câmbio dos vários países vinculados ao padrão ouro flutuavam dentro dos estreitos limites de seus respectivos pontos de ouro sem as escoras de restrições cambiais, quotas de importação ou controles correlatos, que eram virtualmente desconhecidos mesmo para moedas num padrão papel ou prata. (...) E tudo isso era alcançado apesar de um volume de reservas internacionais que, pelo menos para muitos países, era extraordinariamente pequeno a despeito de ser mínima a cooperação internacionale pobresos acordos e compromissos internacionais em assuntos monetários (Blomfield,1959, p. 9).[[2]](#footnote-2)

Mas, além de proporcionar estabilidade aparentemente automática da taxa de câmbio, num contexto de desregulamentação dos mercados, reduzidas reservas cambiais e ausência quase completa de cooperação, acordos e instituições internacionais, também representava “um mecanismo extraordinariamente durável e eficiente de assegurar a estabilidade dos preços e da renda, aliviar as pressões sobre o balanço de pagamentos e de reconciliar as ações das autoridades monetárias” (Eichengreen, 1985, p. 6), reduzindo a amplitude dadiscricionalidade das políticas econômicas. Afora essas razões, também se atribuía ao mesmo parte não desprezível do sucesso econômico do Reino Unido, que adotara oficialmente o esterlino de ouro em 1816, com as moedas de prata assumindo função subsidiária, com valor oficial desconectado do seu peso em metal.[[3]](#footnote-3)Talvez, contudo, a principal razão do prestígio do ouro residia em preservar o valor das dívidas, num cenário dominado, em larga medida, pelos interesses dos capitalistas financeiros.

Segundo Temin (1989, p. 8-9), o padrão ouro podia ser caracterizado por cinco características: duas das quais derivam das outras três:

(1) livre circulação do ouro entre indivíduos e países; (2) a manutenção de valores fixos para as moedas nacionais em termos de ouro e, dessa forma, em relação à cada uma das moedas dos outros países; (3) ausência de uma organização internacional coordenadora. Juntos, esses dispositivos implicavam que (4) havia uma assimetria entre os países experimentando superávits e déficits no bálano de pagamentos. Havia uma penalidade para aqueles países que ficassem sem ouro ou reservas estrangeiras (a incapacidade de manter o valor fixo de suas moedas), mas nenhuma penalidade – fora a perda de juros e, possivelmente, inflação – pela acumulação de ouro. Em adição, (5) o mecanismo de ajustamento para um país com déficit era antes deflação do que desvalorização, ou seja, uma mudança nos preços domésticos em lugar de uma mudança na taxa de câmbio.

Essa concepção, centrada nastrês primeiras características, diverge pouco da de outros autores, como, por exemplo, a de Eichengreen (1985, p. 3-4), que concebe o padrão ouro também a partir de três princípios ou “regras” estruturantes, a saber: “(i) inter-conversibilidade entre a moeda doméstica e ouro a determinado preço oficial fixo, (ii) liberdade dos cidadãos de importar e exportar ouro e (iii) um conjunto de regras relacionando a quantidade de dinheiro em circulação num país ao estoque de ouro deste país”.[[4]](#footnote-4) Embora essa última “regra” não esteja explícita na definição de Temin, o mecanismo de ajustamento do balanço de pagamentos por ele descrito, baseado em Hume, com o nível de preços se elevando nos países superavitários e caindo nos países deficitários, a pressupõe, de modo que, a rigor, existe uma identidade entre ambas as caracterizações, pelo menos no que diz respeito aos seus elementos fundamentais.

Apesar de quase consensual, parece necessário fazer reparos essenciais a essasformulações,pois, para começar, a moeda dos países vinculados ao padrão ouro, em lugar de teremo seu valor fixo em termos de ouro, eram definidas em termos de dada quantidade de ouro. É claro que qualquer um poderia trocar notas bancárias em moedas de ouro, mas isso se devia ao fato desses papéis representarem notas promissórias dos bancos emissores, resgatáveis à vista, e não porque tivessem curso forçado, qualidade que não possuíam.[[5]](#footnote-5)Dizer, pois, que havia “inter-conversibilidade entre a moeda doméstica e ouro a determinado preço oficial fixo” soa estranho pela simples razão de que, enquanto o ouro representava o dinheiro efetivo, a nota bancária, em lugar de moeda, era, conforme esclarece Scammell (1968, p. 24) “uma nota promissória aceita por um banqueiro, pagável contra apresentação” – um títulos de crédito que circulava com base na confiança no banco emissor, a qual frequentemente se via abalada durante as crises bancárias. Seria melhor, pois, dizer, em lugar dessa “regra”, que prevalecia a conversibilidade das notas bancárias, ou melhor, que as notas bancárias, como títulos de crédito à vista, eram necessariamente conversíveis em ouro.

Essa conversibilidade explica a relação entre “a quantidade de dinheiro em circulação num país ao estoque de ouro deste país”, que existia independentemente de qualquer “regra formal”, visto que os bancos, para permanecerem solventes, teriam de manter determinado montante de dinheiro (ouro) em caixa para fazer face aos eventuais excessos de retiradas sobre os depósitos. É claro que, na medida em que os bancos centrais – ainda em processo de constituição – passaram a centralizar, em grande medida, as reservas de ouro (e câmbio) dos países, tornou-se comum legislação que determinava a relação entre reservas e depósitos, instituindo-se, assim, “regras” formais conectando as duas variáveis. Muito dessa legislação, contudo, revelar-se-ia redundante, para não dizer prejudicial, como no caso do *Bank Act* de 1844 (o *PeelAct*), que determinou que as emissões adicionais do Banco da Inglaterra – que passou a ser a única instituição do Reino Unido autorizada a fazê-lo –, teriam que ser totalmente “lastreadas” em ouro ou até £ 14 milhões em dívida do governo, dispositivo que teve de ser suspenso durante as cris*es* de 1847, 1957 e 1866 para evitar o seu aprofundamento.

Finalmente,tampouco se sustenta, conforme demonstrado por Gontijo (2014, p. 259-64), que o ajustamento do balanço de pagamentos passava pela variação do nível de preços. O motivo não reside no fato de, com a aceleração do processo de integração financeira mundial a partir de meados da década de 1970, a taxa de juros ter-se tornado importante variável de ajuste do balanço de pagamentos, principalmente na Inglaterra, onde se tornou particularmente efetiva dada a posição central do país no sistema financeiro internacional. Tanto assim que o *CunliffeReport*, que retratava muito bem a ortodoxia econômica da época, incorporava em seu § 5a taxa de juros ao mecanismo de Hume, que funcionaria, então, da seguinte maneira. Enquanto que nos países deficitários a perda de reservas de ouro forçaria os bancos a elevar a taxa de juros e a reduzir a oferta de moeda, causando a contração econômica e a queda dos preços – com a consequente redução das importações e aumento das exportações –, nos países superavitários o excesso de oferta de moeda levaria à queda da taxa de juros, à aceleração do crescimento econômico e à inflação, com o consequente aumento das importações e queda das exportações. O problema desse mecanismo é que ele contraria a **lei de refluxo** de Adam Smith, e, portanto, desconsidera o processo de arbitragem nos mercados monetários, que impede que o ouro possa ter dois preços – como mercadoria e como dinheiro –, assim como impede, graças à conversibilidade, que uma nota bancária difira do valor em ouro que expressa.

Em outras palavras, ao contrário do que afirmaTriffin (1964, p. 3), a teoria tradicional do ajustamento do balanço de pagamentos no padrão ouro **não** parece passar no “primeiro teste de uma teoria econômica, i.e., o teste da consistência lógica”. Não é sem motivo, pois, que tampouco passa a mesma no teste da “conformidade com os principais fatos a serem explicados”. De fato,

[e]m primeiro lugar, o mais apressado exame das estatísticas sobre o comércio internacional revela um enorme grau de paralelismo – em vez de movimentos divergentes – entre a exportações e importações de qualquer país, e um movimento tendencial geral para vários parceiros comerciais. (...). Igualmente impressionante é o paralelismo geral – em lugar de divergência – dos movimentos de preços, expressos na mesma unidade de medida, entre os vários parceiros comerciais mantendo mínimo grau de liberdade de comércio e de troca em suas transações internacionais” (Triffin, 1964, p. 3-4).

Aliás, a mesma desconcertante sincronia foi constatada por McCloskey e Zecher (1976) e ressaltada por Moggridg(1987, p. 3), para o qual, durante o padrão ouro, “[h]avia um paralelismo substancial no comportamento dos preços nacionais”.

Em outras palavras, visto que o mecanismo de fluxos de ouro/ajuste de preços de Hume não funcionava, o ajustamento do balanço de pagamentos caia inteiramente sobre o país deficitário, pois a elevação da taxa de juros, embora também atraísse capital do exterior, levaria à redução do ritmo da atividade econômica, a qual seria decisivamente reforçada pela contração do crédito resultante da diminuição das reservas bancárias. Eventualmente, caso a contração do nível da atividade econômica, aliada à entrada de capitais por conta do aumento da taxa de juros, não fosse suficiente, tornava-se inevitável suspender a conversibilidade eabandonar o padrão ouro, como efetivamente ocorreu com a Argentina (1885), Porgutal (1890), Itália (1891), Chile (1898), Bulgária (1899) e México, embora a Argentina, a Itália e a Bulgária tenham posteriormente retornado ao “clube” do ouro (Blomfield, 1959, p. 15).Isto, contudo, não chegou a ser uma preocupação, particularmente dos países capitalistas avançados, a começar pela Inglaterra, que sediava a única praça financeira mundial, mas tampouco da França e da Alemanha, que se haviam tornado centros financeiros de relativa importância.

3. O Colapso do Padrão Ouro

Não obstante todo o esforço dos países para preservar o padrão ouro, agarrando-se “às suas ficções legais por algum tempo” (Yeager, 1976, p. 310), a Primeira Guerra Mundial resultou no seu colapso. Tão logo quando, em fins de julho de 1914, se tornou claro que a guerra seria inevitável, o pânico tomou conta dos mercados europeus, com a queda das bolsas de valores, elevação das taxas de juros, liquidação de ativos e corridas bancárias. Enquanto os bancos berlinenses perdiam 20% de seus depósitos, muitos dos devedores estrangeiros descobriram “ser impossível remeter fundos para Londres, pois a pressão anormal para comprar esterlinos causoua ruptura do mercado de câmbio” (Jones e Pool, 1953, p. 367) e, no dia 27 do mesmo mês, “as casas de aceite de Londres pararam de garantir novos aceites de crédito”, tendo os estrangeiros perdido“a sua mais importante fonte de esterlinos” (Yeager, 1976, p. 310), embora, é claro, ainda pudessem obter libras vendendo seus títulos britânicos em Londres. Diante, então, do “perigo de uma suspensão geral de pagamentos pelas casas e aceite e o consequente colapso do mercado de descontos”, assim como de uma corrida bancária, os bancos londrinos “cancelaram por precaução seus empréstimos à vista no mercado de desconto”, tendo a taxa de juros do Banco da Inglaterra atingido 10%no dia 1º de agosto” (Jones e Pool, 1953, p. 367-8).[[6]](#footnote-6)

Enquanto a desova dos títulos causava o fechamento da bolsa de valores em Londres, Paris e Nova York e se observava forte redução das reservas bancárias, o governo da Alemanha, onde o marco se tornou inconversível, abolia o imposto sobre a circulação de notas acima de 550 milhões de marcos e autorizava o *Reichsbank* a incluir bilhetes do Tesouro de 3 meses em suas reservas (Kindleberger, 1984, p. 294). Também a Áustria-Hungria, a Rússia, a França e a neutra Holanda suspenderam a conversibilidade e as exportações de ouro. No Reino Unido, embora os bancos britânicos procurassem“com todas as suas forças que o Banco da Inglaterra suspendesse seus pagamentos em metálico" (Keynes, Carta a Marshall, 10/10/1914), manteve-se a conversibilidade da libra.[[7]](#footnote-7)Mesmo assim, o Banco da Inglaterra foi autorizado “a incrementar a emissão fiduciária além do limite prescrito pela Lei de 1844” e o Tesouro foi autorizado a emitir notas de curso forçado de uma libra e de dez *shillings* (Jones e Pool, 1953, p. 367-8).Todavia, “foram colocadas dificuldades insuperáveis para aqueles que demandavam [sua conversão em] ouro" (idem, p. 368); além disso, os *dealers* de ouro e o público em geral deixaram de exportar ouro por razões de patriotismo (Yeager, 1976, p. 310). No caso dos Estados Unidos, o país manteve “a maioria das formalidades legais do padrão ouro”, mas, depois da entrada na guerra,“as pessoas que tentavam resgatar o seu papel moeda em ouro encontraram dificuldades não oficiais e, em setembro de 1917, as exportações de ouro tornaram-se sujeitas a licenças oficiais” (Yeager, 1976, p. 311)

Apesar dos esforços do governo da Grã Bretanha e do patriotismo, “o mercado de ouro, livre, não controlado, dos anos de pré guerra já tinha desaparecido em inícios de 1917” (Jones e Pool, 1953, p. 369-10).Contudo, graças à “mobilização de títulos norte americanos e de empréstimos na América, o governo tinha sido capaz de ‘pregar’ artificialmente o esterlino ao dólar a 4,76 1/2 dólares por libra, de forma que, por um tempo, houve pouca depreciação do esterlino que revelasse a ruptura do padrão ouro” (Jones e Pool, 1953, p. 3670). Mas, "quando as taxas de câmbio foram ‘despregadas’ em março de 1919, a taxa de Londres - Nova York rapidamente afundou para o seu 'nível natural’” (idem), forçando o seu abandono no dia 1o de abril de 1919, quando se proibiu a exportação de ouro, o que assinalou o fim do padrão ouro, embora o dólar, isoladamente, continuasse conversível.

4. Os Impactos da Primeira Guerra Mundial

Conforme assinala Eichengreen (1993, p. 292), “[à]s vésperas da Primeira Guerra Mundial, a Grã Bretanha era a principal nação comerciante e credora do mundo” e “mais comércio internacional era realizado em libras esterlinas do que em qualquer outra moeda”. Além disso, “[a]*City* era o centro financeiro líder do mundo” e metade ou mais das reservas em moeda estrangeira era mantida em ativos denominados em esterlinos.Em contrapartida, embora os Estados Unidos já se houvessem tornado a maior potência industrial, respondendo por 42,2% da produção manufatureira do mundo, contra 14,3% da Alemanha, 14,1% da Grã Bretanha e 7,0% da França (Niveau, 1966, p. 202), a Grã Bretanha ainda era o maior credor mundial, com investimentos no exterior da ordem de US$ 18 bilhões (41,0% do total mundial), contra US$ 8,7 bilhões da França, US$ 5,6 bilhões da Alemanha e somente US$ 3,5 bilhões dos Estados Unidos, que, na verdade, conservavam sua posição como país devedor, com passivo externo líquido de US$ 7,2 bilhões (idem, p. 207-8). Além disso, “[o] mecanismo de pagamentos internacionais dependia dos empréstimos a curto prazo da praça de Londres e, em particular, dos créditos de aceite descontadosnos bancos especializados no financiamento do comércio internacional” (ibidem, p. 201).

A Guerra rompeu com essa estrutura do comércio e das finanças internacionais, abrindo caminho para a emergência dos Estados Unidos como a principal nação comercial e financeira do mundo.Em primeiro lugar, "à medida que os produtores britânicos se retiraram dos mercados internacionais, competidores estrangeiros entraram no mesmo, os produtores americanos na América Latina, os produtores japoneses na Ásia. Uma vez tendo estabelecido redes de comercialização e distribuição, tornou-se difícil desalojá-los" (Eichengreen, 1993, p. 293). Em compensação, houve um “grande salto no balanço de pagamentos [dos Estados Unidos] criado pela prodigiosa demanda por materiais de guerra” (Robertson, 1973, p. 369) e pela redução da oferta de produtos dos países da Europa, que, assim, viram diminuir suas receitas num momento de forte aumento das compras (idem, p. 364). Até a entrada dos EUA no conflito, as nações européias financiaram suas aquisições[[8]](#footnote-8) através da venda de seus títulos norte-americanos e pela remessa de ouro, mas quando os Estados Unidos entraram no conflito, “as grandes compras de produtos de produtos norte-americanos foram possíveis através de empréstimos do governo dos EUA aos aliados de perto de US$ 10 bilhões” (idem, p. 369-70).

Em segundo lugar, durante a Guerra, os norte-americanos “começaram a investir pesadamente na fortuna dos outros países e nesses poucos anos receberam mais rendimentos na forma de juros e dividendos do que pagaram” (Robertson, 1973, p. 370). Como resultado, enquanto o déficit da balança de capitais dos EUA saltou de US$ 0,7 bilhão no período 1896-1914 para US$ 14,1 bilhões no qüinqüênio 1915-1919, o balanço dos rendimentos sobre investimentos passou de um déficit de US$ 1,6 bilhão para um superávit de US$ 1,4 bilhão. Em contrapartida, a Inglaterra, França e Alemanha perderam ou liquidaram 35% de seus créditos estrangeiros,[[9]](#footnote-9)de modo que, ao final do conflito “os Estados Unidos tinham se transformado (...) no primeiro país credor do mundo” (Niveau, 1966, p. 293), posição que se viu fortalecida no período 1919-30, quando o país se tornou“um grande e persistente exportador líquido de capital de longo prazo”.

Em terceiro lugar, os bancos norte-americanosdesbancaram as casas de desconto londrinas no financiando das transações internacionais, reduzindo o espaço da libra, que, de mais a mais, saiu drasticamente desvalorizada do conflito, a exemplo do que ocorreu com o franco, para não falar do marco, que foi arrasado pela derrota germânica. Com a criação do banco central norte americano – o *Federal Reserve System* – em 1913, os bancos norte-americanos foram autorizados, pela primeira vez, a realizar operações de aceite, mas somente com a Guerra tiveram condições de expandi-las, de modo que em 1917 o valor dos aceites em dólares oriundos de financiamentos associados ao comércio internacional já atingira US$ 600 milhões, montante que subiu para US$ 1.244 milhões em 1929. Além disso, a reconstrução européia trouxe novas oportunidades aos EUA, queaumentaram ainda mais suas exportações para a Europa, que, uma vez ultrapassada a crise de 1920-1921, ingressou, à exceção da Alemanha e da Inglaterra, em novo ciclo expansivo que demoraria até fins de 1929.

Essa mudança fundamental na estrutura do comércio e das finanças internacionais foi favorecida pela perda de valor da libra esterlina e das demais moedas fortes da Europa, notadamente do franco, consequência não somente do déficit no balanço de pagamento das nações europeias envolvidas no conflito, mas também do desarranjo financeiro provocado pelo mesmo, que resultou em crescimento desproporcional da dívida e do déficit público, desembocando no financiamento inflacionário em larga escala.

De saída, para fazer face à extraordinária elevação dos gastos,[[10]](#footnote-10) os governos recorreram ao aumento dos impostos. Assim, “[a] França e a Rússia introduziram (...) o imposto sobre a renda. Nos outros países já existia, mas foi aumentado. Os ingleses, que até aí eram fiéis ao livre câmbio, introduziram direitos aduaneiros com caráter fiscal (*Mc KennaCustomsDuties*, 1915). A França criou o imposto sobre transações” (Mauro, 1971, p. 317-8).Contudo, “[a] Primeira Guerra Mundial se estenderia muito além, e custaria muito mais em vidas e outros recursos do que qualquer um esperava” (Capie e Wood, 1994, p. 232), e logo “o recurso aos impostos se revelou insuficiente. Dos 210.780.000.000 francos gastos pela França de 1914 a 1919, somente 34.860.000.000 francos provieram dos impostos. Na Grã Bretanha, somente 18% do orçamento [foram] assegurados pelo imposto” (Mauro, 1971, p. 317).[[11]](#footnote-11) “A França, Grã Bretanha, Itália e Rússia tentaram financiar a guerra em parte através da venda de ativos estrangeiros e particularmente através de empréstimos externos. Muito dos empréstimos esteve associado à sustentação das taxas de câmbio, declinantes sob o peso dos balanços de pagamentos adversos” (Kindleberger, 1984, p. 296). Ao todo, a dívida acumulada pelos países da *Entente* junto aos EUA totalizou £ 1,9 bilhão, enquanto a dívida para com a Inglaterra cerca de £ 1,74 bilhão e, para com a França, £ 355 milhões. No caso da Alemanha, “[o]s ativos do país foram, em sua maior parte, seqüestrados, à medida que mais e mais países entraram na guerra contra [ela], ou se tornaram inacessíveis por causa do bloqueio aliado” (Kindleberger, 1984, p. 296-7). Mas, além que requisitar aos seus cidadãos, em março de 1917, a entregar todos os títulos estrangeiros ao governo, com a promessa de que seriam resgatados três anos após o término do conflito, a Alemanha obteve 6 bilhões de marcos como resultado da ocupação da Bélgica, Holanda e Luxemburgo e mais 6 bilhões de rubros com o Tratado de Brest Litovsk, acordado com a Rússia soviética em 1917. De mais a mais, assinou contratos de fornecimento de longo prazo com a Turquia e a Romênia, países que lutavam ao seu lado. Não obstante, os recursos obtidos através do endividamento interno e externo, aliados ao aumento da arrecadação tributária, foram claramente insuficientes, de modo que, além de se recorrer ao aumento da dívida pública, logo os governos dos países em conflito recorreram a adiantamentos dos bancos centrais sob a forma de emissão de papel moeda (Tabela 1).

**Tabela 1**

**Evolução da Dívida Pública e da Circulação de Notas dos Bancos Centrais (em milhões)**

**Principais Países Europeus Envolvidos na Primeira Guerra Mundial, 1913-1921**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Ano** | **Dívida Pública** | | | | **Notas em Circulação no Banco Central** | | | |
| **Inglaterra (libras)** | **França (francos)** | **Alemanha (marcos)** | **Itália (liras)** | **Inglaterra (libras)** | **França (francos)** | **Alemanha (marcos)** | **Itália (liras)** |
| 1913 | 717 | 32.974 | 4.926 | 15.125 | 28,7 | 5.665 | 1.958 | 1.647 |
| 1914 | 708 | 33.558 | 5.158 | 15.716 | 35,6 | 7.325 | 2.018 | 1.828 |
| 1915 | 1.166 | 38.861 | 9.736 | 18.695 | 33,8 | 12.280 | 5.409 | 2.624 |
| 1916 | 2.397 | 51.250 | 30.595 | 23.851 | 35,4 | 15.552 | 6.871 | 3.294 |
| 1917 | 4.054 | 79.610 | 56.659 | 33.694 | 40,2 | 19.845 | 9.010 | 4.660 |
| 1918 | 5.921 | 124.338 | 72.275 | 60.212 | 54,8 | 27.531 | 13.681 | 7.751 |
| 1919 | 7.481 | 151.122 | 92.756 | 74.496 | 76,4 | 34.744 | 27.887 | 10.197 |
| 1920 | 7.878 | 240.242 | 91.710 | 86.482 | 114,8 | 38.186 | 52.435 | 13.525 |
| 1921 | 7.634 | 297.368 | 82.520 | 92.856 | 127,3 | 37.352 | 76.536 | 14.175 |

Fonte: Kindleberger, 1984, p. 295-6

É claro que os grandes déficits no balanço de pagamentos das nações em guerra, assim como o aumento da dívida do setor público e as emissões monetárias, desembocaram em enorme pressão sobre a taxa de câmbio. Já em agosto de 1915, o governo britânico se viu forçado a controlá-la, o que levou ao esgotamento das reservas alocada para tal por volta do outono de 1916. A desvalorização, contudo, foi evitada graças aos “empréstimos do Tesouro dos Estados Unidos depois que o país entrou na guerra” (Yeager, 1976, p. 311). A tendência à queda das moedas da Itália e da Rússia observada a partir de meados de 1915 também pôde ser amenizada pela ajuda norte americana, mas obviamente o mesmo não ocorreu com as moedas das Potências Centrais, que continuaram a cair, tendo as tentativas “de restringir a queda do marco falhado definitivamente em inícios de 1918” (idem). Todavia, apesar do recuo das taxas de câmbio e da cotação em ouro das moedas das Potências Centrais ter sido muito maior do que a dospaíses da *Entende*, a inflação resultante da perda da confiança na moeda causada pela própriaavassaladora expansão da circulação monetária, não foi maior na Alemanha do que na França e em outrospaíses da *Entende* até pouco depois do término do conflito, em fins de 1918 (Tabela 2).

A situação mudou completamente, contudo, depois de publicados os termos do Tratado de

**Tabela 2**

**Índices de Preços\* em Países da Europa, 1918 – 1920**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Países** | **Preços por Atacado** | | | **Custo de Vida** | | |
| **1918** | **1919** | **1920** | **1918** | **1919** | **1920** |
|  |  |  |  |  |  |  |
| Reino Unido | 246 | 297 | 264 | 230 | 236 | 278 |
| França | 355 | 432 | 444 | 248 | 285 | 424 |
| Alemanha | 260 | 803 | 1.440 | ... | ... | 1.158 |
| Itália(\*\*) | 296 | 416 | 596 | 260 | 323 | 455 |
| Suíça | 211 | 245 | 243 | ... | ... | ... |
| Espanha | 213 | 204 | 214 | ... | ... | ... |
| Suécia | 335 | 317 | 267 | 238 | 263 | 271 |
| Noruega | 345 | 322 | 377 | 264 | 291 | 335 |
|  |  |  |  |  |  |  |

Fonte: Yeager, 1976, p. 312.

(\*) Preços por atacado com base na média de 1913; custo de vida em julho de 1914. (\*\*) O índice de custo de vida representa a média dos índices de preços por atacado e preços ao varejo em Milão e Roma.

Versalhes, “estabelecidos pelos Aliados sem qualquer negociação com a Alemanha” (Shirer, 1960, vol. I, p. 100) no dia 7 de maio de 1919. Além de restituir à França a Alsácia-Lorena, ceder parcelas de território à Bélgica, Dinamarca e Polônia, tornar DanzigCidade Livre e entregar a marinha mercante e as colônias germânicas aos países da *Entende*, o *Diktat* estabelecia o pagamento de cinco bilhões de dólares em marcos ouro entre 1919 e 1921. Mas isto representava somente a primeira parcela de um montante que, a título de reparações de guerra, seria fixado posteriormente. Também a Áustria e a Hungria, nascidas da separação do Império Austro Húngaro, ficaram sujeiras a expressivas perdas territoriais e a pesadas reparações, o que provocou a aceleração inflacionária também nesses países.

5. **O Relatório Cunliffe e as Conferências de Bruxelas e de Gênova**

Devido à ajuda dos Estados Unidos, ao clima de confiança resultante da vitória, assim como aos controles estabelecidos a partir de meados de 1915, “no momento do armistício, as taxas de câmbio da Holanda, Espanha, Estados Unidos, Grã Bretanha e [seu] Império, Japão, França, Suíça, Argentina, Brasil e Itália divergiam notavelmente pouco em relação ao padrão de antes da guerra, considerando as circunstâncias” e “a especulação centrava-se na crença de que as taxas de câmbio voltariam em breve para o ‘normal’” (Yeager, 1976, p. 311). Contudo, em lugar de uma progressiva convergência, assistiu-se a flutuações cambiais violentas e aparentemente erráticas, o que reforçou o “desejo de se retornar ao sistema monetário ordenado que havia prevalecido antes de 1914”, até porque os efeitos das fortes flutuações “sobre a atividade econômica e o comércio foram vistos com alarme” (Aldcroft, 1977, p. 125 – 6).

No caso do Reino Unido, a iniciativa era considerada como uma forma não apenas de atender aos reclames da *City*, mas também de recuperar o antigo prestígio, assinalando, além disso, o retorno à normalidade. Por outro lado, os banqueiros e capitalistas financeiros britânicos que ainda possuíam créditos em libras, concedidos antes do conflitodesejavam o retorno à paridade de 1913, de modo a evitar as perdas associadas à desvalorização da mesma. De igual modo, acreditavam que, com a volta da conversibilidade, seria mais fácil enfrentar a concorrência norte-americana no financiamentodo comércio internacional. Já os demais países europeus, além de desejarem reduzir a volatilidade cambial, também acreditavam ser natural o retorno ao ouro, associado, há muito, à era de prosperidade anterior, em particular ao sucesso econômico da Grã Bretanha. Enfim, a “[f]é no poder do padrão ouro era inquestionável. Era o selo do retorno à ‘normalidade’; os desequilíbrios nos balanços internacionais seriam prontamente corrigidos pelos processos ‘automáticos’ de ajustamento do sistema, ainda que fosse reconhecido que poderia haver tensões e dificuldades no período de transição” (Aldcroft, 1977, p. 126).

Não foi sem motivo, pois, que o governo britânico, ao perceber que a Guerra se aproximava de um final vitorioso,instituiu, em janeiro de 1918, o Comitê sobre a Moeda e as Taxas de Câmbio após a Guerra, sob a direção de Lorde Cunliffe, governador do Banco da Inglaterra, com a tarefa de, ente outras coisas, “considerar os vários problemas que surgirão em conexão com a moeda e as taxas de câmbio durante o período de reconstrução e relatar as etapas necessárias para restaurar as condições normais em seu devido curso”.

Publicado em agosto do mesmo ano, o relatório do Comitê Cunliffe, que incluía o professor Arthur Cecil Pigou (1877 – 1959), retratou muito bem o dilema entre as necessidades de sustentar níveis elevados do gasto público e baixas taxas de juros, de forma a favorecer a reconstrução no pós guerra, e os requerimentos da estabilização monetária, num contexto de expressivos déficits públicos, dívida governamental, inflação e déficit em conta corrente, contra reduzidas reservas cambiais. Refletindo a composição do Comitê, que incluía treze banqueiros, o relatório descartou os reclames dos empresários da indústria, em favor da reconstrução, abraçando claramente a visão da *City*, segundo a qual “[n]ada pode contribuir mais para uma rápida recuperação dos efeitos da guerra e para a reabilitação dos mercados de câmbio do que o restabelecimento de uma moeda sobre bases sólidas” (*CunliffeCommittee*, 1918, § 1).

Esta concepção ultrapassava, em muito, a visão tradicional do automatismo dos mecanismos do padrão ouro, partilhando com a teoria neoclássicaa idéia da eficiência e resiliência dos mercados, para não falar na teoria quantitativa da moeda, o que, em termos de política econômica, implicava em equilíbrio orçamentário, não intervenção do estado na economia[[12]](#footnote-12) e livre comércio, além, naturalmente, da aderência ao padrão ouro.Na verdade, desde há muito que tanto o Tesouro quanto o Banco da Inglaterra esposavam o corpo doutrinário ortodoxo – liberal, compreendendo, entre outros, os seguintes “princípios”:

Livre importação, independentemente do que outros países possam fazer e sem se importar com as conseqüências para qualquer indústria nativa ou interesses particulares. Taxação direta implacável para o resgate da dívida sem levar em conta os efeitos dessa taxação sobre os indivíduos, suas empresas ou iniciativas. Economia rigorosa em todas as formas de gasto, seja social ou militar. Inflexível defesa dos direitos do credor, nacional ou privado, e resgate efetivo de todas os compromissos financeiros. Desconfiança profunda em relação às indústrias estimuladas pelo Estado em todas as formas, ou aos empréstimos pelo setor público com o propósito de criar empregos. Confiança absoluta nas empresas privadas, libertas e não favorecidas pelo Estado (Clarke, 1988, p. 29).

Não foi sem motivo, pois, que, além de afirmar ser “imperativo que, após a guerra, as condições para a manutenção de um padrão ouro efetivo devem ser restabelecidas sem demora” (*CunliffeReport*, 1918, § 47), o relatório do Comitê Curnliffe instou “a ampla retirada do governo de sua posição de dominância nos mercados de dinheiro e capital, um superávit orçamentário que permitisse o resgate da dívida pública e a restauração da política de manipulação ativa da taxa de juros por parte do Banco da Inglaterra como forma de gerenciar a sua reserva de ouro quando a paridade tivesse sido restabelecida” (Kindleberger, 1984, p. 332).Mas devido à “escassez de ouro”, o relatório propunha, no mesmo § 47, restringir a conversibilidade da libra ao mercado cambial, centralizado no Banco da Inglaterra.

Obviamente que o retorno da Grã Bretanha ao padrão ouro, agora em sua forma aguada, conforme a proposta do Comitê Cunliffe, somente faria sentido por resgatar, como então se acreditava, o papel de Londres como centro do sistema internacional de pagamentos, caso os principais países do mundo também o fizessem. Tendo isto em vista, o Reino Unido, apoiado pela França, também interessada em recuperar a posição de Paris como centro financeiro internacional, convocou a Conferência Financeira Internacional de Bruxelas, que se realizou no período de 24 de setembro a 8 de dezembro de 1920.

A Conferência reuniu peritos de 39 países, com a finalidade de se discutir o retorno ao ouro, e, embora tradicionalmente vista como sem maiores conseqüências,[[13]](#footnote-13) ela não apenas teria grande impacto sobre as idéias econômicas e financeiras que predominaram no período entre guerras, mas as propostas ali ventiladas também ecoariam quando das discussões envolvidas nos acordos de Bretton Woods. Isso sem considerar que suas recomendações conduziriam à criação da Organização Econômica e Financeira da Liga das Nações, instituição que representou um passo importante na instituição do sistema multilateral originado em Bretton Woods.Apesar de que, na fase de preparação, houvesse propostas inovadoras, as suas conclusões refletiram o consenso dos políticos e *experts*, cujas concepções se enquadravam perfeitamente na ortodoxia liberal da época.Numa análise muito próxima à do Relatório Cunliffe, a Conferência, além de propor o retorno ao padrão ouro, considerou que

a redução dos preços e a restauração da prosperidade dependem de um acréscimo na produção e (...) o contínuo excesso dos gastos governamentais sobre as receitas representado por déficit orçamentários é um dos mais sérios obstáculos a tais aumentos da produção, na medida que mais cedo ou mais tarde envolve as seguintes consequências: (a) mais inflação de crédito e moeda; (b) mais depreciação do poder de compra da moeda doméstica e ainda maior volatilidade das taxas de câmbio; (c) um aumento dos preços e do custo de vida (*LeagueofNations*, 1922, vol. 1, p. 221).

Tomando-se em conta, então, que, na maioria dos países, a principal causa da inflação residiria no fato de que “os governos, encontrando-se incapazes de satisfazer as suas despesas com as receitas, [tinham] sido tentados a recorrer à criação artificial do poder de compra, seja pela emissão direta de dinheiro adicional de curso legal, ou, mais freqüentemente obtendo-o a partir do banco emissor”, a Conferência recomendou aos governos “limitar as suas despesas às suas receitas”, libertando os bancos “da pressão política”, de modo que eles pudessem “ser conduzidos exclusivamente de acordo com os princípios das finanças prudentes” (*League of Nations*, 1922, vol. 1, p. 224), até porque “[u]m país que não encontra[sse] uma forma tão logo que [fosse] possível de conseguir a execução desses princípios est[aria] condenado, sem qualquer esperança de se recuperar” (idem, p. 223).

Apontou, portanto, que cada governo deveria (i) ”restringir suas despesas ordinárias, inclusive o serviço da dívida, a um montante que possa ser coberto por suas receitas ordinárias” (*League of Nations*, 1922, vol. 1, p. 221); e (ii) eliminar os subsídios, ou seja, “o barateamento artificial do pão e de outros alimentos, e de carvão e de outros materiais pela sua venda abaixo do custo e a provisão de pagamentos a desempregados”, assim como “fretes rodoviários, tarifas de correio e outras taxas de serviços governamentais em bases (...) insuficientes para cobrir os custos dos serviços prestados” (idem, p. 222). Caso fosse “impossível cortar as despesas dentro dos limites das receitas existentes”, propunha que fosse “imposta nova taxação”, num processo que tinha “de continuar impiedosamente” até que a receita fosse “suficiente para, pelo menos, cobrir completamente o montante das despesas recorrentes ordinárias” (p. 222). Também a política monetária deveria ser contracionista, ou seja, “[a]té que o crédito [pudesse] ser controlado apenas através da influência normal da taxa de juros, só deve[ria] ser concedido para atender a necessidades econômicas reais” (*League of Nations*, 1922, vol. 1, p. 224).Finalmente, deveria se restabelecer o livre comércio, desembaraçando, “tão logo quanto possível”, o intercâmbio de bens e serviços “de controle e removidos os impedimentos ao comércio internacional” (*League of Nations*, 1922, vol. 1, p. 225). Quanto ao retorno ao padrão ouro, reconhecia que o mesmo somente poderia ocorrer no ritmo condizente com a situação da economia de cada país, até porque o seu restabelecimento “necessitaria, em inúmeros casos, de uma deflação séria” (*League of Nations*, 1922, vol. 1, p. 225). Para que se economizasse as escassas reservas de ouro e câmbio (dólar), a Conferência ainda aprovou a proposta, que mais tarde seria apresentada por Keynes quando de Bretton Woods, de criação de um organismo internacional de crédito e uma câmara internacional de compensações de pagamentos (*League of Nations*, 1922, vol. 1, 227).

Contudo, a crise econômica de 1920 tornou letra morta as suas recomendações, ensejando a convocação pelo Conselho Supremo dos Aliados de novo conclave“para estudar a ‘crise financeira’ e procurar os seus remédios” (Sayers, 1976, vol. 1, p. 153).Sem a presença dos EUA – que não queria mais se imiscuir em assuntos europeus –, mas contando, pela primeira vez, com representantes da União Soviética, a conferência se realizou sob os auspícios da Liga das Nações em Gênova, entre 10 de abril e 19 de maio de 1922, reunindo 34 países.

Seguindo de perto o Relatório Cunlifee e a Conferência de Bruxelas,as suas resoluções incluíam o equilíbrio orçamentário, a autonomia dos bancos centrais, de forma a se oporem às demandas do Tesouro, taxas de juros elevadas para conter o crédito e a progressiva liberalização do comércio exterior. A finalidade dessas políticas econômicas seria o restabelecimento do padrão ouro, devendo-se, porém, incluir nas reservas dos bancos centrais divisas conversíveis. Concretamente, concebeu-se uma estrutura em que determinados países – denominados **centros ouro** – estabeleceriam um mercado livre de ouro, enquanto os demais países participantes, além de ouro, poderiam “conservar em outros países créditos em forma de depósitos, letras de câmbio, títulos no curto prazo e demais recursos líquidos apropriados” (Niveau, 1966, p. 286). Para reduzir as violentas flutuações das cotações de ouro, “[e]sperava-se que os centros de ouro cooperassem entre si de forma a coordenar sua demanda por ouro” (Kindleberger, 1984, p. 335). Finalmente, para “economizar ouro”, a conversibilidade deveria ficar restrita ao mercado cambial, de forma que a circulação interna fosse realizada exclusivamente através de moeda inconversível.

Apesar de interpretado, quando da realização da Conferência, como uma modificação do sistema anterior, “as sugestões de Gênova não eram uma inovação e outra coisa não fizeram que reinventar o estalão ouro tal qual funcionava já em fim do século XIX” (Niveau, 1966, p.288). De fato, conforme aponta Horie (1964, p. 14), “[m]esmo antes de 1924, naqueles países que haviam adotado o sistema do padrão ouro, era comum a prática do banco central manter, além de ouro, determinado montante de divisas estrangeiras”. Assim, em 1913 as reservas em créditos representavam US$ 1,6 bilhão, contra US$ 4,9 bilhões em ouro (Lindert, apud Kindleberger, 1984, p. 335) e “quinze bancos centrais da Europa mantinham, em conjunto, cerca de 12 por cento de suas reservas de ouro na forma de outros ativos”, sendo de se notar que “países menos avançados, como a Índia, já haviam adotado um sistema desse tipo antes da Primeira Guerra Mundial”(Horie, 1964, p. 14).Na realidade,

a diferença fundamental entre o estalão ouro de antes de 1914 e o estalão dito de “cambio ouro divisas” de 1922 fundava-se numa transformação das estruturas financeiras, acelerada pelo conflito mundial. Antes da guerra, a libra esterlina era a única divisa nacional utilizada como moeda internacional (...). Logo depois da guerra, achava-se o dólar em condições de fazer concorrência à libra. Valor refúgio durante o conflito, tornara-se (...) divisa internacional. Rompera-se, portanto, o monopólio londrino (Niveau, 1966, p. 289).

6. **O Retorno ao Ouro**

O retorno ao padrão ouro, contudo, viu-se frustrado nos meses seguintes, em que “as moedas da Polônia e da Áustria vieram abaixo e o marco alemão se encaminhou para a catástrofe” (Niveau, 1966, p. 286), na esteira do anúncio, pela Comissão de Reparações da *Entente*, em janeiro de 1921, de que a Alemanha deveria pagar 226 bilhões de marcos ouro mais uma taxa de 13% sobre as suas exportações (Enzig, 1970, p. 249-253). Embora essa soma tenha sido reduzida para 132 bilhões de marcos ouro (£ 6.850 milhões) em abril do mesmo ano, o imposto sobre exportações foi aumentado para 26%, a prevalecer durante um período de 42 anos. Essa soma contrastava vivamente com os cálculos da Divisão A do Ministério da Fazenda britânico, onde trabalhava Keynes, a qual havia concluído que, “[j]ulgando com otimismo, (...) a capacidade de pagamento da Alemanha poderia ser de uns 3.000 milhões, mas que seria mais prudente situá-la em 2.000 milhões” (Harrod, 1951, p. 268). Porém, mesmo o elevado montante apontado pela Comissão se mostrou modesto diante do estabelecido peloComitê de Guerra, para o qual os germânicos deveriam arcar com os custos totais do conflito, estimados em £ 24 bilhões, afora as despesas com pensões dos militares inválidos e das famílias dos falecidos, assim como as indenizações aos trabalhadores despedidos por efeito da mesma. É claro que isto significava que "o arranjo da paz estava contaminado de irrealidade, porque as cláusulas sobre reparações eram impraticáveis" (Harrod, 1951, p. 304-5).[[14]](#footnote-14)

Obviamente que, apesar de aceitar as imposições dos vitoriosos, a Alemanha não cumpriu o apertado cronograma de pagamentos, tendo a França e a Bélgica, em conseqüência, ocupado o Ruhr em janeiro de 1923, o que contribuiu para que o processo inflacionário germânico desembocasse na hiperinflação, sem que aumentassem significativamente os pagamentos a título de reparação de guerra. Mas “[o]s franceses acabaram por se persuadir de que deveriam mudar de política e aderiramao Plano Dawes" (Harrod, 1951,p. 315), acordado em abril de 1924, estabelecendo um esquema de reparações que começava com 1 bilhão de marcos ouro no primeiro ano para chegar a um máximo de 2,5 bilhões num período de cinco anos. Para viabilizá-lo, o governo germânico emitiu 800 milhões de *Reichmarks*em títulos, que foram rapidamente subscritos, particularmente nos Estados Unidos, o que contribuiu decisivamente para que a hiperinflação forre arrostada (Bresciani-Turroni, 1931, p. 171-191; Kindleberger, 1984, p. 311-328; Webb, 1989, p. 65-74; Franco, 1989).[[15]](#footnote-15) De qualquer modo, conforme estima Ferguson (1996, p. 656), a Alemanha pagou, a título de reparação de guerra, entre 4 a 7% da renda nacional na primeira metade da década de 1920.[[16]](#footnote-16)

Mas, enquanto se desenrolava o drama germânico, os demais países europeus também enfrentavam a onda inflacionária que se seguiu ao término da Guerra, num contexto de elevado déficit público e de endividamento governamental, que se abatera não apenas sobre a Alemanha e demais países perdedores, mas também sobre os vitoriosos, requerendo a implementação sem delongas de políticas de estabilização. Como salientou Keynes, em artigo publicado em 1922, "o desmoronamento das taxas de câmbio e as finanças em quebra das nações européias (...) impunham, em primeiro lugar,(...) estabilizar as moedas" (Harrod, 1951,p. 361), o que, para a ortodoxia da época, da qual Keynes partilhava, significava suprimir os déficits fiscais e a expansão do crédito.[[17]](#footnote-17) O fim da inflação, por sua vez, permitiria estabilizar o preço do ouro, o que, dado o sistema monetário a ser implantado, equivalia a fixar as taxas de câmbio.

Considerando que a elevação do índice de preços desde julho de 1914 havia sido menor nos Estados Unidos, o restabelecimento das paridades de antes das da Guerra equivaleria a uma valorização cambial frente ao dólar, com o consequente aumento da competitividade dos produtos norte americanos. O problema somente poderia ser evitado através da imposição de políticas deflacionárias adicionais, desde que essas fossem efetivamente eficazes em reduzir o nível de preços (e salários, para evitar a redução da taxa de lucro), o que era tido como certo tanto pelos políticos e homens de negócio, com pela maioria dos economistas, de formação neoclássica.

Na verdade, conforme aponta Singleton (2007, p. 33),

[a] retórica econômica contemporânea era fortemente em favor da deflação. Muitos economistas argüiam que o nível de preços devia ser deflacionado até que as moedas europeias pudessem retornar com segurança ao padrão ouro às paridades de pré guerra. Estavam confiantes que os ajustamentos em salários e preços ocorreriam de forma suave, com pouca resistência por parte dos sindicatos e com perdas mínimas em termos de produto e emprego. Assumia-se que os benefícios do retorno ao ouro às antigas paridades seriam a estabilidade financeira e o aumento da confiança.

No caso do Reino Unido, as políticas contracionistas começaram a ser implementadas em fins de 1919 (Jones e Pool, 1953, p. 371-2), tendo sido reforçadas a partir de 1921, quando “o Banco da Inglaterra e o Tesouro aplicaram medidas monetárias e fiscais restritivas para empurrar a moeda de volta à sua paridade de antes da guerra de £ 4,86” (Eichengreen, 1993, p. 298-9). E o sucesso dessas políticas não se fez esperar, pois, "[o]s preços das mercadorias começaram o seu declínio precipitado na primavera de 1920; o índice do *Economist*e preços por atacado caiu de seu pico de 313 (1914 = 100) em março de 1920 para 197 doze meses depois e para 168 no final de 1921" (Jones e Pool, 1953, p. 372). Por outro lado, “[à] medida em que o nível de preços caía, o valor externo da libra esterlina subia, tendo a taxa de câmbio americana melhorado de 3,22 dólares por libra em fevereiro de 1920 para 4,42 um ano depois e para 4,69 em fevereiro de 1923” (idem, p. 372).Não obstante, o Banco da Inglaterra ainda elevou a taxa bancáriapara 4% no dia 7 de julho de 1923, “como medida para restaurar a libra à sua paridade - ouro de pré guerra”, (Harrod, 1951, p. 391), o que foi conseguido em abril de 1925, às custas, é claro, de muito desemprego.

As políticas contracionistas também foram bem sucedidas em outros países, tendo a recuperação da moeda alemã em abril de 1924 sido “seguida pela estabilização da moeda austríaca, a uma fração da paridade do pré Guerra da *krona* austro-húngara (...). Enquanto o *reichsmark*, o *shilling* austríaco e o *pengö* [húngaro] permaneceram estáveis, o *zloty* [polonês] caiu em desconto quase que imediatamente após a sua criação e teve de ser desvalorizado (...) em 1927 de forma que um *zloty* novo equivalia a 1,7 *zlotys* velhos” (Enzig, 1970, p. 253). Além disso, ainda que como “resultado de uma prolongada campanha de entrincheiramento orçamentário e restrição monetária, responsáveis pelo alto desemprego” (Singleton, 2007, p. 38),

[a] Suécia estabilizou a *krona* à sua paridade de antes da guerra em 1924. A restauração do esterlino à sua antiga paridade em 1925 foi seguida por ação similar nos Domínios Britânicos, Egito, Países Baixos e Índias Orientais da Bélgica. Mais tarde, o exemplo foi seguido pela Dinamarca e pela Noruega. O Japão também retornou à paridade do pré guerra em 1927 (...).Depois de um esforço mal sucedido de estabilizar o *franco* belga a 107 em relação à libra em 1926, o mesmo foi estabilizado com sucesso a 175. As moedas dos estados balcânicos foram desvalorizadas mais significativamente, tendo alcançado a estabilidade em fins da década de 1920. Seguindo a estabilização *de fato* do *franco* em 1926, a Itália também foi bem sucedida em estabilizar a *lira*em 1927 depois de um esforço deflacionário (Enzig, 1970, p. 253).

Com isso, completou-se o retorno ao ouro à paridade do pré Guerra, seguindo-se um “período de estabilidade quase completa entre 1927 e 1931” (Enzig, 1970, p. 253).

**7.O Boom, o Crash e o Fim do Padrão Ouro Câmbio**

Após o Pacto de Locarno (1925), que, revisando as reparações de guerra e acertando os débitos entre os aliados, muito contribuiu para a retomada da confiança e a reduçãodas tensões políticas, a economia europeia ingressou em novo ciclo de expansão, aparentemente confirmando o prognóstico ortodoxo, segundo o qual bastaria o retorno ao ouro e, com ele, a volta da estabilidade monetária,assim como o equilíbrio do orçamento, para se retornasse à trajetória de crescimento de antes.

De fato, no período 1925-29 “a produção industrial mundial cresceu mais do que 20%, um acréscimo ligeiramente maior do que nos doze anos que precederam a 1914. A produção primária total aumentou acima de 10 por cento, ou 2,6 por cento por ano contra 1,4 por cento ao ano entre 1913 e 1925. (...) Ao mesmo tempo, o volume do comércio internacional aumentou quase 21 por cento” (Aldcroft, 1977, p. 188), embora as taxas de desemprego tenham permanecido bem acima de 10% na maioria dos países europeus, acercando-se a 3% no caso dos EUA.É claro que “o ritmo de expansão variou consideravelmente de país a país” (idem), tendo sido modesto na Áustria, Dinamarca, Espanha, Grécia, Itália e no Reino Unido, enquanto que a Alemanha, Bélgica, Estados Unidos, França e Luxemburgo, para não falar na África do Sul, Canadá, Hungria, Letônia, Polônia, Romênia, Tchecoslováquia e alguns países da América do Sul, como no caso do Chile, cresceram aceleradamente.

Porém, em oposição às expectativas gerais, a expansão econômica teria vida curta, interrompida que o foi pelo *crash* da Bolsa de Valores de Nova York, em outubro de 1929, que reverteu a persistente elevação do valor das ações, o qual se havia multiplicado por 2,16 entre 1926 e setembro de 1929. Até princípios de 1928, a alta das cotações havia acompanhado a elevação da taxa de lucro das empresas não financeiras, mas a partir de março desembocou em frenética atividade especulativa, que deixou para trás o aumento da lucratividade (Niveau, 1966, p. 223). Com o *crash*, o valorde mercado das empresas caiu US$ 30 bilhões (28,9% do PNB dos EUA)entre 29 de outubro e 13 de novembro, quando as cotações atingiram seu ponto mais baixo.

O evento assinalou o início da Grande Depressão, responsável pelo recuo de mais de 47% da produção industrial, de 46,2% de PNB e de 33,7% do emprego nos EUA entre 1929 e 1933, assim como pelo aumento espetacular do desemprego, que atingiu mais de 13,0 milhões em 1933, o correspondente a 27% da população economicamente ativa.[[18]](#footnote-18) E em razão do peso da economia norte-americana, que respondia por 45% da produção industrial e por 12,5% das importações mundiais, assim como do papel estratégico do país no cenário econômico internacional, a recessão se propagou de modo acelerado, com o valor do comércio internacional despencando de US$ 2.998 milhões em 1928 para apenas US$ 992 milhões em 1933, enquanto cessavam os financiamentos internacionais.

Particularmente atingidos foram os países endividados no exterior, como no caso da Áustria e da Alemanha, pois, além da aguda queda do nível da renda e do emprego, se viram com enormes rombos no balanço de pagamentos, para não falar em agudas crises bancárias, resultantes da própria fuga de capitais. No caso da Alemanha, a recessão também foi alimentada pelos cortes orçamentários, destinados a produzir o equilíbrio fiscal, e pelo apego ao ouro, tendo a produção industrial do país caído 47% no mesmo período. No caso da Inglaterra, à forte contração da atividade econômica seguiu-se a queda dos preços por atacado, que recuaram 25% entre 1929 e 1933, enquanto a taxa de desemprego saltava de 10,3% em outubro daquele ano para 22,4% em setembro desse último. Devido à redução de 46% do valor das exportações entre 1929 e 1931, houve um aumento do déficit comercial de £ 27 milhões, de modo que o saldo em conta corrente passou de um superávit de £ 103 milhões para um déficit de £ 104 milhões no mesmo período, fazendo cair dramaticamente as reservas internacionais.

A perda de reservas tornou a conversibilidade da libra insustentável, particularmente depois da falência, em maio de 1931, do banco austríaco *Credit-Anstalt*, que havia sido socorrido com £ 5 milhões do Banco da Inglaterra, e do pânico financeiro em Berlim, no dia 19 do mês seguinte, o qual desembocou na suspensão dos pagamentos pelos bancos alemães, não obstante ter o *Reichbank* recebido US$ 100 milhões de créditos do BIS. O congelamento de £ 70 milhões de créditos britânicos na Alemanha foi a gota d’água, pois a corrida contra o Banco da Inglaterra o forçou a deixar a libra flutuar a partir do dia 21 de setembro, quando, após ter recebido £ 130 milhões em empréstimos da França e dos Estados Unidos e ter elevado a taxa de juros para 6%, só dispunha de £ 5 milhões em reservas não comprometidas.

A débâcle do esterlino se fez acompanhar pela desvalorização da moeda de 25 países, englobando o Império Britânico, a Escandinávia, aEuropa Oriental e outros parceiros tradicionais da Grã Bretanha, como a Argentina, o Egito e Portugal. Os países que seguiam a moeda inglesa formaram a denominada Zona do Esterlino quando da realização da Conferência de Ottawa, no verão de 1932, na qual os membros do Império Britânico, da Escandinávia, o Egito e algumas nações do Oriente Médio, como a Pérsia (Irã) e o Iraque, além da Argentina, concordaram em estabilizar as suas taxas de câmbio no interior do bloco. Outro efeito da desvalorização da moeda foi a geração de forte movimento especulativo contra o dólar, tendo os bancos centrais da Bélgica, Holanda e Suíça convertido suas reservas na moeda norte-americana em ouro, enquanto o Banco da França vendia seus dólares e o *Fed* perdia ouro, não obstante ter elevado a taxa de juros de 1½ para 3½ por cento. Além disso, os bancos centrais passaram a se desfazer de suas reservas em câmbio em favor do ouro, tendo o valor das reservas em divisas de 24 países da Europa caído de US$ 1.520 milhões em 1928 para somente US$ 505 milhões em 1932.Finalmente, os Estados Unidos, agora sob a presidência de Franklin D. Roosevelt, ao abrigo da Lei de Emergência Bancária, de 9 de março de 1933, desvalorizaram o dólar em 59,6% no dia 20 de abril do mesmo ano e suprimiram a sua conversibilidade no dia 30 de janeiro de 1934. Mas, enquanto a Grã Bretanha e os Estados Unidos perdiam reservas e, eventualmente, abandonavam o padrão ouro, a Bélgica, França, Itália, Países Baixos, Suíça e Suécia acumulavam reservas expressivas, tendo os seis primeiros formados, conjuntamente com o Luxemburgo e a Polônia, o denominado Bloco do Ouro.

Neste contexto, realizou-se, em junho/julho de 1933, a Conferência de Londres, tendo as potências européias, lideradas pela França, proposto a estabilização imediata de todas as moedas através do retorno ao ouro. Mas, enquanto a delegação norte-americana procurava um compromisso que compatibilizasse a posição do franco, que estava atrelado ao ouro, e da libra inconversível, vazou a notícia de que os bancos centrais dos países presentes trabalhavam para estabilizar o dólar. Reagindo, então, à conseqüente valorização da moeda norte americana e à queda da Bolsa de Nova York, o presidente Roosevelt anunciou publicamente no dia 3 de julho que não abriria mão de desvalorizar o dólar, o que efetivamente matou o encontro, apesar do mesmo ter se arrastado até o dia 28 do mesmo mês.

As conseqüências do fracasso da Conferência de Londres não se fizeram esperar, pois, para começar, “[o]s países do bloco [do] ouro se empenharam, a partir de então, numa luta de retaguarda, pois a confiança se deslocara e os especuladores jogavam na desvalorização inevitável das moedas ouro, como haviam jogado na desvalorização do esterlino.[[19]](#footnote-19) Os capitais deixavam a França e os demais países fiéis ao ouro, com o endereço de Londres e de Nova York” (Niveau, 1966, p. 315), forçando a Itália e a Polônia a abandonaram o padrão ouro - câmbio em maio/abril de 1934, estabelecendo o controle do câmbio, enquanto a Bélgica desvalorizou sua moeda em março de 1935 e a França suspendeu a conversibilidade no dia 1º de outubro de 1936. E nem mesmo a tentativa de salvar o padrão através do Acordo Tripartite, firmado a 25 de setembro de 1936 entre a Inglaterra, a França e os Estados Unidos, que restabeleceram a conversibilidade (restrita aos bancos centrais) das suas moedas, a taxas fixas, foi bem sucedida, pois a eclosão da Segunda Guerra Mundial o tornou caduco.

Já então, havia-se espalhado o bilateralismo, particularmente nas relações comerciais entre os países da *Commonwealth* e entre a Alemanha, sob o comando de Hitler desde 30 de janeiro de 1933, e seus parceiros comerciais. Além das campanhas em prol de se evitar a compra de artigos importados e da discriminação das compras governamentais e favor dos produtores nacionais, disseminou-se a prática de barreiras alfandegárias e não tarifárias e do estabelecimento de câmaras de compensação das trocas entre os países, considerados dois a dois. Como resultado, a porcentagem do comércio internacional balanceado de forma unilateral caiu de 21,2% em 1928 para 16,9% em 1938 (Kindleberger, 1984, p. 392), enquanto o financiado através de movimentos de capital quase que desapareceu.

Mas enquanto se desagregava o bloco do ouro, se consolidava o sistema de preferências da *Commonwealth*, se fortalecia o protecionismo e se ampliava o bilateralismo, os Estados Unidos tentavam articular, conjuntamente com a Inglaterra, medidas que reduzissem a volatilidade cambial. Neste sentido, aprovaram, no dia 30 de janeiro de 1934, a Lei da Reserva de Ouro, que, além de obrigar os possuidores de ouro a vendê-lo ao Departamento do Tesouro, instituiu o Fundo de Estabilização Cambial e restabeleceu a conversibilidade do dólar à razão de US$ 35 por onça *troy*, a qual, contudo, ficou restrita aos bancos centrais.

Seguiu-se o Acordo Tripartite, firmado no dia 25 de setembro de 1936 pelos Estados Unidos, o Reino Unido e a França, que se comprometeram a abandonar as desvalorizações competitivas e a manter o valor de suas moedas nos níveis existentes, desde que isso não interferisse seriamente com a prosperidade interna. Além disso, também comprometeram-se a consultar os outros países signatários sobre operações cambiais e reter suas moedas 24 horas antes de convertê-las em ouro. Apesar da Bélgica, Holanda e Suíça terem aderido ao Acordo, a eclosão da Segunda Guerra Mundial, em setembro do ano seguinte, e, mais do que isso, a ocupação da França, Bélgica e Holanda por tropas alemãs, o tornou letra morta. E com o seu fim, morreu o que restava do padrão ouro câmbio, estando apenas a conversibilidade do dólar frente aos bancos centrais.

8. **A Economia Política do Padrão Ouro Câmbio**

Se o ciclo expansivo da segunda metade da década de 1920 pareceu confirmar as expectativas ortodoxas, a crise de 1929 e a Grande Depressão constituíram, indubitavelmente, seu anticlímax, a ponto de levar ao desprestígio os grandes nomes associados à teoria neoclássica, a começar por Irving Fisher (1867 – 1947), Lionel Robbins (1898 - 1984) e Arthur Pigou, enquanto guindava John Maynard Keynes (1883 – 1946), seu maior crítico, à proeminência. É claro que, com o renascimento da ortodoxia neoclássica, a partir de Milton Friedman (1912 – 2006) e, posteriormente, com os trabalhos da “nova economia clássica” de Robert E. Lucas Jr. (1937 –) e Thomas J.Sargent (1943 –), no contexto da retomada, ao nível mundial, da hegemonia do capital financeiro, as “lições” derivadas do período, inclusive as da Grande Depressão, seriam invertidas. Mais do que isso, a política econômica passaria, uma vez mais, a ser moldada por princípios similares aos que a condicionaram durante o padrão ouro – câmbio, a saber: prioridade à estabilidade dos preços através de uma política monetária restritiva; equilíbrio fiscal, liberdade dos mercados e forte restrição ao intervencionismo estatal. Todavia, mesmo considerando o cipoal das interpretações, é possível rever as antigas “lições” do período à luz dos acontecimentos descritos nas seções anteriores.

Para começar, parece claro que, em grande parte, as diferenças de desempenho econômico dos países desenvolvidos no período se explicam não apenas pelo esforço encetado para restabelecer a paridade do pré Guerra, mas também pelo atraso/avanço da taxa de câmbio no momento do restabelecimento. Assim, os países que, como no caso da Inglaterra, terminaram com uma moeda sobrevalorizada, tiveram de implementar políticas monetárias restritivas, “de forma a proteger suas reservas de ouro e manter o padrão ouro”, o que provocou “os mais desastrados efeitos sobre a indústria e o comércio exterior" (Jones e Pool, 1953, p. 376).AGrã Bretanha, por exemplo, “bloqueou sua expansão em 1925, pela deflação que presidiu ao retorno ao estalão ouro na paridade anterior à guerra” (Niveau, 1966, p. 215):se a política monetária de juros elevados e valorização da libra fez com que o crescimento manufatureiro do país fosse praticamente nulo até 1926, a produção industrial cresceu somente 17,6% entre esse ano e 1929, contra 28,8% dos países europeus industrializados (Aldcroft, 1977, p. 188 e 202). De igual forma, “[a] apreciação da lira por Mussolini em 1927 foi claramente um erro, visto ter causado uma deflação doméstica severa e alto desemprego”, tendo o mesmo triplicado entre 1926 e 1929, enquanto a produção industrial e as exportações estagnaram (idem, p. 204). Em compensação, a França e a Bélgica cresceram rapidamente na década de 1920 e a “estabilização montaria não interrompeu a expansão, visto que nenhum desses países cometeu o erro de restaurar a antiga paridade” (ibidem, p. 205). De fato, se a produção industrial francesa aumentou 78% até 1926, ainda cresceu quase 10% até 1929, em que se pese a estabilização de Poincaré.Quanto à Bélgica, a sua "produção industrial aumentou por volta de um quarto entre 1925 e 1929, enquanto a renda per capita cresceu quase 17 por cento", de forma que, "[p]or volta do fim do período, a produção industrial era uns 35-40% maior do que no pré Guerra, a renda per capital um quarto ou mais, enquanto o volume das exportações era quase 50% a mais” (Aldroft, 1977, p. 206).

Obviamente, o atraso cambial não foi o único fator explicativo da relativa estagnação dos países que restauraram a antiga paridade, até porque o retorno ao ouro condicionou uma política monetária restritiva, centrada em altas taxas de juros, para não falar na busca incessante do equilíbrio orçamentário. Parece, contudo, incorreto afirmar, com Aldcroft (1977, p. 202-4), que, no caso do Reino Unido, uma taxa de câmbio mais favorável teria sido de pouco efeito, pois teria sido a inflexibilidade dos salários e preços uma das principais causas do problema. Sem entrar em uma discussão teórica mais extensa, cabe salientar, todavia, que, de saída, parece difícil sustentar, diante da evidência histórica apontada acima, que a moeda e/ou a taxa de câmbio tenham sido neutras durante o período, contrariando, pois, os autores que, inspirados na teoria neoclássica, sustentam essa neutralidade no curto prazo ou no longo prazo.[[20]](#footnote-20) Por outro lado, tampouco parece possível atribuir o problema à suposta inflexibilidade dos salários (e preços), até porque, em primeiro lugar, efetivamente os salários caíram nos países em que a economia estagnou como no caso da Grã Bretanha. Aliás, conforme salienta Triffin (1946, p. 4), mesmo durante a vigência do padrão ouro, “os ajustamentos para baixo dos salários raramente alcançaram qualquer amplitude mensurável, mesmo no século dezenove, entre os países que mantiveram a estabilidade da taxa de câmbio”, não cabendo recurso a um suposto aumento da rigidez dos salários para explicar a estagnação econômica na década de 1920. De mais a mais, esse recurso somente tem sido aventado em razão do próprio problema, ou seja, do fracasso da economia desses países em reagir diante da queda dos salários que efetivamente ocorreu. Em outras palavras, numa antecipação do que se tornou presença permanente na literatura neoclássica, que ainda hoje a ela atribuios altos níveis de desemprego em vários países, particularmente na Europa,[[21]](#footnote-21) a tese é colocada de forma inteiramente hipotética, contrafactual, sem apelo empírico ponderável: se, diz-se, os salários e preços fossem mais flexíveis, o emprego e a renda teriam aumentado, rompendo com a estagnação.[[22]](#footnote-22)[[23]](#footnote-23)

Aliás, tampouco a maioria das tentativas de se explicar a própria crise de 1929 e a Depressão subsequente, particularmente as que se assentam sobre a ortodoxia, parecem condizer com a evidência empírica. Para começar, não parece merecer crédito a tese de Palyi (1972), segundo o qual a quebra da estrita disciplina do padrão ouro teria sido a sua causa, até porque, conforme salientado na seção 7, o retorno ao ouro se deu sob o tacão de políticas contracionistas, que causaram recessão e/ou inibiram o crescimento econômico, num contexto de altas taxas de juros, mesmo na Bélgica e na França, esta última envolvida com o processo de estabilização de Poincaré. Assim, "[m]esmo se a má administração do padrão ouro [-câmbio] produziu uma tendência para a deflação estrutural, certamente não foi a causa da súbita crise em 1929" (Aldcroft, 1977, p. 277).

É claro que, conforme visto na seção 9, "[o] padrão ouro câmbio e o fluxo internacional de capital permitiram e promoveram uma enorme inflação de crédito tanto na América quanto em outros lugares, financiando a elevação de padrões de vida, aumentos de estoques e a supervalorização de ativos” (Aldcroft, 1977, p. 275). E a especulação desenfreada desembocou na crise bursátil de outubro de 1929, que conduziu à forte contração econômica, a resvalar na Grande Depressão (Robbins, 1934, p. e 61), dando razão a que alguns autores, como Rothbard (1963), a atribuíssem à política monetária do *Fed*, que teria favorecido a inflação de crédito, tornando inevitável a correção das distorções. O problema com essa interpretação, que se esquece que efetivamente o banco central norte - americano esterilizou a acumulação de ouro na década de 1920, é que seus defensores, como no caso de Rothbard, não reconhecem a distinção entre moeda e crédito, sem a qual não se pode compreender como, através da especulação, os valores de mercado se distanciam dos valores de equilíbrio, exigindo o ajuste pela crise. Isto sem considerar que "[a] política do *Federal Reserve*tornou-se contracionária em princípios de 1928 para combater a especulação na bolsa de valores de Nova York e contero fluxo de ouro para o exterior que se iniciou em parte devido ao relaxamento anterior das restrições monetárias" (Temin, 1993, p. 89).[[24]](#footnote-24)

Mas, se atribuir ao padrão ouro-câmbio a crise de 1929 parece um exagero, pois não explica o processo especulativo que desembocou no *crash* da Bolsa, nem porque esse se transformou em uma depressão, parece indubitável que a aderência aomesmo muito contribuiu para o aprofundamento e prolongamento da crise. O auto acorrentamento ao ouro, contudo, não era fato isolado, mas compunha o“corpo doutrinário ortodoxo – liberal”, na expressão de Clarke, responsável pelo fato de que “[a]s políticas econômicas governamentais eram consistentemente deflacionárias em princípios da década de 1930, empurrando a economia mundial ainda mais para baixo” (Temin, 1989, p. 25). Nos Estados Unidos, enquanto “o Federal Reserve persegui[a] uma política deflacionária” (idem, p. 26), a política fiscal foi muito pouco expansionista, ainda que de forma não intencional, pois “[a] visão prevalecente era que a economia iria se equilibrar por si mesma depois de um choque” (ibidem, p. 26). Em particular, a aderência ao ouro induziu o *Fed* a elevar a taxa de juros, o que “teve um efeito depressivo sobre a produção” (p. 29).[[25]](#footnote-25) “A história germânica revela um padrão quase idêntico. Sucessivos governos alemães recusaram-se a empreender ações expansionistas, apegando-se ao padrão ouro com tanta tenacidade quanto o governo americano. O *Reichsbank* também foi contracionista” (idem). Ainda conforme comenta Temin (1989, p. 12), sem dúvida alguma, em grande parte por causa do seu compromisso com o padrão ouro, “os formuladores de política econômica da década de 1920 e de princípios da década de 1930 eram semelhantes aos doutores do século dezoito, que trataram Mozart com mercúrio”, matando-o.[[26]](#footnote-26)

“Na verdade, “[a]penas na Grã Bretanha foi escolhida outra rota política” (Temin, 1989, p. 31), tendo a defesa da libra sido efetuada com moderação, não obstante a precária posição de suas reservas cambiais. Mais do que isso, não querendo “impor as draconianas medidas empregues na Alemanha, a Inglaterra abandonou o padrão ouro” em setembro de 1931, tornando-se, assim, “a campeã tanto do restabelecimento do padrão ouro na década de 1920 quanto de seu abandono na década de 1930” (idem, p. 32). Embora, como resultado de ataques especulativos, a Alemanha e a Inglaterra seguiram a Áustria, abandonando o padrão ouro câmbio em 1931, tendo sido seguidas pelos países da Escandinávia e o Japão, não o fizeram antes de verem esgotar-se suas reservas internacionais. Os EUA, contudo, assim como os países do “bloco do ouro” (França, Bélgica, Luxemburgo, Itália, Holanda, Suíça e Polônia), detentores de expressivas reservas, lograram postergar o abandono do padrão até 1933 - 1936, mas a custas do aprofundamento da crise. No que diz respeito à Alemanha, a retomada também se verificou a partir de 1933, mas, nesse caso, deveu-se à política de rearmamento deHitler, aliada, evidentemente, ao protecionismo e ao bilateralismo, que, aliás, se difundiram amplamente na década.

Assim, “a Grande Depressão foi transmitida internacionalmente por uma ideologia padrão-ouro, uma mentalidade que decretou que o equilíbrio externo era primordial” (Temin, 1993, p. 90), optando-se, para se reequilibrar o balanço de pagamentos, a deflação, em vez do abandono do ouro e a desvalorização cambial, para não falar na adoção do protecinismo, como o fez o Reino Unido, ou de uma política fiscal expansionista. Ao fracasso da opção deflacionária – atribuído, já à época, à inflexibilidade dos salários e preços –, opôs-se o sucesso da política de desvalorização, como no caso da Espanha, que“evitou a depressão por não estar no padrão-ouro”, do Japão, que também a evitou “por uma desvalorização maciça em 1932” (Temin, idem) e da Inglaterra, que logo se recuperou depois do abandono do ouro. Também a Alemanha, ao encetar política expansionista de gasto público (com objetivos militares) foi bem sucedida a partir de meados de 1933, quando, então, os EUA, ademais de terem saído do padrão ouro câmbio, haviam ingressado nas políticas do *New Deal*.[[27]](#footnote-27)

Em outras palavra, parece fora de dúvida o acerto de Temin (1989), quando sustenta que, por estar “acorrentada ao ouro”, para usar a expressão de Eichengreen, a política econômica foi importante fator de propagação do “choque” que causou a Depressão. Contudo, se o próprio “choque” não se explica apenas pela política monetária contracionista do *Fed*, tampouco a política econômica subsequente esteve condicionada exclusivamente aos ditames da manutenção do padrão ouro; antes pelo contrário, a ortodoxia da época, embora a incluísse, ultrapassava seus ditames, abrangendo não apenas a sustentação das reservas cambiais via manejo da taxa de juros, mas também o equilíbrio orçamentário e o livre comércio. Destarte, apesar das causas aparentes da Grande Depressão ultrapassarem em muito as amarras do regime monetário vigente, pode-se concordar com Temin (1993, p. 92) quando afirma que “[o] padrão-ouro foi um toque de Midas que paralisou a economia mundial”, todavia, não apenas, é bom dizer, durante a própria Depressão, mas também durante a década de 1920, quando o retorno ao ouro foi o principal fator que estorvou a expansão econômica dos países europeus. Resta, apenas, ressalvar que, conforme visto, o acorrentamento ao ouro fazia parte de um contexto maior da política econômica, fundamentada no liberalismo.

**ReferênciasBibliográficas**

ALDCROFT, Derek H. *From Versalles to Wall Street*.Londres: Allen Lane, 1977.

BERNANKE, Ben S. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach.*Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, n. 1, pp. 1-28, Fev., 1995.

BIBOW, Jörg. At the crossroads: the euro and its central bank guardian (and saviour?). *Cambridge Journal of Economics*, vol. 37, p. 609-626, abr. 2013.

BLOOMFIELD, Arthur I. “Gold Standard”. In: GREENWALD, Douglas (ed.). *Encyclopedia of Economics*. New York: McGraw Hill, 1981.

\_\_\_\_\_.*Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880 – 1914*. New York: Federal Reserve Bank of New York, 1959.

BRESCIANI-TURRONI, Costantino. 1931. *Economia da Inflação.* Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1989.

CAPIE, Forest; e WOOD, Geoffrey.Money in the economy, 1970 - 1929. In: FLOUD e MCCLOSKEY, 1994, vol. 2, p. 217-246.

CHOUDHRI,Ehsan U. e KOCHIN, Levis A. The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycle Disturbances: Some Evidence from the Great Depression. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 12, n. 4, Part 1, pp. 565-574, Nov., 1980.

CLARKE, Peter (1988). *The Keynesian Revolution in the Making 1924 - 1936*. Oxford: Clarendon Press, 1990.

COOPER, Richard N. Fettered to gold? Economic policy in the interwar period.*Journal of Economic Literature*, vol. 30, n. 4, p. 2120-2128, dez. 1992.

DORNBUSCH, R. Exchange rate expectations and monetary policy. *Journal of International Economics*, vol. 6, p. 231-44, 1976.

EICHENGREEN, Barry. História e reforma do sistema monetário internacional. *Economia e Sociedade*, vol. 4, p. 53-78, jun. 1995.

\_\_\_\_\_. The inter-war economy in a European mirror. In: FLOUD e McCLOSKEY, 1993, p. 291 - 319.

ECB. The stability-oriented monetary policy strategy of the eurosystem.*Monthly Review*, Jan., p. 39-50, 1999.

EICHENGREEN, Barry. *Golden Fetters: The GoldStandard and the Great Depression*. New York:Oxford University Press, 1992.

ENZIG, Paul. *The History of Foreign Exchange*.Londres: Macmillan, 1970.

\_\_\_\_\_.*Behind the Scenes in International Finance*.Londres: Macmillan, 1931

# FERGUSON, NIALL. Constraints and room for manoeuvre in the German inflation of the early 1920s. *The Economic History Review*, vol. 49, n. 4, p. 635–666, Nov. 1996.

FLOUD, Roderick; e MCCLOSKEY, Donald N.*The economic history of Britain since 1700*.2nd. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 1994. 3vols.

FRANCO, Gustavo H. B.Franco. O milagre do rentenmark: uma experiência bem-sucedida com moeda indexada. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 43, p. 431-450, 1989.

FRIEDMAN, M. (ed.). (1970). A Theoretical Framework for MonetaryAnalysis. In: R. B. GORDON (org.). *Milton Friedman's Monetary Framework*. Chicago: Chicago University Press, 1974, p. 1-62.

\_\_\_\_\_. The Quantity Theory of Money - A Restatement. In: *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press, 1956.

FRIEDMAN, Milton, eSCHUWARTZ, Anna J. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.

GARSIDE, W. R.The Great Depression, 1929-33.In: Oliver e Aldcroft, 2007, p. 51-82.

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

­­­­­\_\_\_\_\_. The neoclassical model in a multiple commodity world: a criticism on Marglin. *RevistaBrasileira de Economia*, vol. 52, p. 335-55, abr./jun. 1998.

GONTIJO, Cláudio; e de OLIVEIRA, Fabrício Augusto. *A Crise da União Europeia*. Belo Horizonte: ASSEMG/CORECOM, 2012.

HAMILTON, James D., Monetary factors in the Great Depression. *Journal of Monetary Economics*, vol, 19, p. 145-69, mar. 1987.

HABERLER, Gottfried. *The World Economy, Money, and the Great Depression*. Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1976.

HARROD, R. G. (1951). *La Vida de John Maynard Keynes*. Tradução de A Ramos Oliveira e M. Monteforte Toledo. Cidade do México: Fondo de Cultura Económica, 1958. 2. vols.

HORIE, Shigeo. *The International Monetary Fund*.London: Macmillan, 1964.

ISSING, Otmar. *On the Primacy of Price Stability*.Frankfurt: BCE, 2004.

JONES, G. P.; e POOL, A. G.*A Hundred Years of Economic Development in Great Britain (1840 - 1940)*. Londres: Gerald Duckworth, 1953.

KINDLEBERGER, Charles P. *The World in Depression*.Berleley: Univ. of California Press, 1986.

\_\_\_\_\_. *A Financial History of Western Europe*. London: George Allen &Unwin, 1984.

KRUGMAN, P. R. *Exchange: rate instability*. Cambridge: The MIT Press, 1990.

\_\_\_\_\_. Has the Adjustment Process Worked? Washington: Institute for International Economics, 1991.

LEAGUE OF NATIONS.*Brussels Financial Conference 1920*. Brussels: League of Nations, 1920. 2 vols.

MANTOUX, Étienne.*The Carthageinian Peace, or The Economic Consequences of Mr. Keynes.*Oxford: Oxford University Press, 1946.

MAURO, Frédéric (1971). *História Econômica Mundial, 1790-1970*. Rio de Janeiro: Zahar, 1976.

MCCLOSKEY, Donald N. e ZECHER, j. r. How the gold standard really worked 1880 – 1930. In: FRENKEL, J. A. e H. G. JOHNSON (eds.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Toronto: University of Toronto Press, 1976.

MOGGRIDGE, DONALD E. Problems in the History of the international economy since 1870: The gold standard. *PUC Textos para Discussão*, n. 160, abr. 1987.

NIVEAU, Maurice (1966). *Historia dos Fatos Econômicos Contemporâneos*. São Paulo: 1969.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; SILVA, Maria Luiza Falcão; e TORRANCE, Thomas S. Money andexchange-rate regimes: theoreticalcontroversies. *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 5, p. 5-47, jan./jun. 2001.

OLIVER, Michal J. e ALDCROF, Derek. H. (Eds.). *The Economic Disasters of the Twentieth Century*. Cheltenham: Edward Elgar, 2007.

PALYI, Melchior. *The Twilight of Gold, 1914 - 1936: Myths and Realities*. Chicago: H. Regnery, 1972.

ROBBINS, Lionel Robbins. *The Great Depression.*London:Macmillan, 1934.

ROBERTSON, Ross. *History of the American Economy*. New York: Narcourt Brace Jovanovich, 1973

ROTHBARD, Murray N. (1963). *America's Great Depression*.Auburn: Von MisesInsitute, 2000. 5a edição.

SAYERS, Richard Sidney. *The Bank of England, 1891-1944*, Cambridge: Cambridge Paperback Library, 1976, 2 vols.

SCAMMELL, W. M. (1968).“The working of the gold standard”.*Yorkshire Bulletin of Economic and Social Research*, maio, p. 32-45. Reeditadoem EICHENGREEN, Barry (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*.New York e Londres; Methuen, 1985, p. 103-119.

SHIRER, William L. (1960).*Ascensão e Queda do II Reich*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1964. 4 vols.

SINGLETON, John. ‘Destrution … and misery’: the First World War. In: Oliver e Aldcroft, 2007, p. 9-50.

TEMIN, Peter. Transmission of the Great Depression.*The Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, n. 2, p. 87-102, (Spring, 1993).

\_\_\_\_\_. (1989). *Lessons from the Great Depression*. Cambridge: MIT Press, 1999.

\_\_\_\_\_. *Did Monetary Forces Caused he Great Depression*? New York: W. W. Norton, 1976.

TRIFFIN, Robert. The Evolution of the International Monetary System.*Princenton Studies of International Finance*, 12.Princenton: Princenton University, 1964.

WEBB, Steven B. *Hyperinflation and Stabilization in Weimar Germany*. Oxford: Oxford University Press, 1989.

WILLIAMSON, J. On designing an international monetary system, *Journal of Post Keynesian Economics*, 15: 181-192, 1992-93.

YEAGER, Leland. V. *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy*. New York: Harper &Row, 1976. 2a Edição.

1. Veja-se, também, ECB (1999), e Issing(2004). [↑](#footnote-ref-1)
2. Nas palavras de Moggridge (1987, p. 2): “[a] extraordinária característica da era anterior a 1914 foi a manutenção de um regime de taxas fixas de câmbio entre os países mais industrializados por quase 35 anos sem a escora de restrições cambiais, controle de importações e particularidades semelhantes, em que poucos países abandonaram o padrão após tê-lo adotado e desvalorizações e re-valorizações cambiais foram exceções”. [↑](#footnote-ref-2)
3. Na realidade, afora o período de maio de 1797 a maio de 1921, quando a moeda da Inglaterra se tornou inconversível, esse país manteve-se, de fato, num padrão monetário baseado no ouro desde inícios do século XVIII, em razão de ter Isaac Newton, como Mestre da Casa da Moeda do país, fixado o preço da prata, o que causou a progressiva drenagem desse metal para o exterior. [↑](#footnote-ref-3)
4. Assinale-se a proximidade da definição dessas concepções das de Yeager (1976, p. 295) e Bloomfield (1981, p. 452), dentre outros. [↑](#footnote-ref-4)
5. A explicação do porquê a quase totalidade dos economistas modernos que escreveram sobre o padrão ouro desconhecer esse fato parece residir na confusão entre moeda e crédito que reina soberana na atualidade. [↑](#footnote-ref-5)
6. Veja-se Keynes, apud Harrod (1951, vol. 1, p. 241) e Capie e Wood (1994, p. 231). [↑](#footnote-ref-6)
7. O próprio Keynes, que então trabalhava no mesmo, sob a Comissão Monetária da Índia, escreveu memorando em quedemonstrava "o caráter desastroso de qualquer política tendente a suspender os pagamentos em metálico" (Harrod, 1951,p. 232). Na verdade, Keynes previu, em artigo publicado no *EconomicJournal*, que a guerra provocaria a liberação do ouro das reservas dos países beligerantes, o que causaria a queda de seu valor, o que efetivamente ocorreu, mas somente nas primeiras semanas, em razão da alta da libra provocada pelas dificuldades de se realizar transferências internacionais. [↑](#footnote-ref-7)
8. Veja-se Robertson (1973, p. 368). [↑](#footnote-ref-8)
9. Veja-se Eichengreen (1993, p. 293) e Aldcroft (1977, p. 240). [↑](#footnote-ref-9)
10. Segundo Singleton (2007, p. 21), as despesas com a Guerra totalizaram 22% da renda nacional de 1913 no caso dos EUA, 42% da Rússia, 115% da França, 136% da Alemanha e 144% do Reino Unido. [↑](#footnote-ref-10)
11. No caso do Reino Unido, veja-se Capie e Wood (1994, p. 232). [↑](#footnote-ref-11)
12. Exceto do banco central, que, conforme a experiência do Banco da Inglaterra no século XIX, cristalizada nas proposições de Walter Bagehot, deveria sustentar os bancos comerciais e socorrer os homens de negócio durante as crises econômicas. [↑](#footnote-ref-12)
13. Veja-se Kindleberger, 1984, p. 323; Aldcroft, 1977, p. 61 e Eichengreen, 1995, p. 157. [↑](#footnote-ref-13)
14. Não foi sem motivo, pois, queKeynes se demitiu tanto da Comissão que negociava a paz quanto do próprio governo britânico, colocando-se numa posição livre para criticar abertamente o Tratado de Versalles (vide Keynes, 1919). Note-se, por outro lado, que, diante das somas astronômicas apresentadas, não faz sentido a postura de ÉtienneMantoux (1946), que sustentaque a pretensão dos aliados da *Entente* em termos de reparações eram razoáveis. Não há espaço aqui, contudo, para discutir em detalhe a aparentemente absurda essa tese. [↑](#footnote-ref-14)
15. O fato da estabilidade monetária obtida em 1924 não poder durar caso as reparações se reiniciassem em grande escala explica o Plano Young, que seria implementado a partir de abril de 1930, que estabeleceu que as reparações seriam pagas durante 59 anos, subindo de 1,6 bilhão de marcos ouro no primeiro ano para 2,5 bilhões a partir do quinto ano, somando 121 bilhões. Os pagamentos seriam divididos em duas parcelas, sendo que a primeira seria incondicional, mas a segunda poderia ser postergada caso houvesse dificuldades no balanço de pagamentos. Previu-se uma emissão de dívida de US 300 milhões, dois terços dos quais seriam subscritos na Alemanha. Para viabilizar o Plano, instituiu-se o Banco Internacional de Compensações. Os pagamentos efetuados pela Alemanha seriam investidos no próprio país pelo Banco, com os ganhos daí advindos sendo creditados nas contas dos países credores, que, contudo, não poderiam sacá-los. [↑](#footnote-ref-15)
16. *A posteriori*, se pôde afirmar que “o peso efetivo das reparações germânicas não foi excessivo” (Singleton, 2007, p. 34). [↑](#footnote-ref-16)
17. Para Keynes "[a] teoria quantitativa da moeda, adequadamente modificada, devia ser o instrumento principal para diagnosticar a inflação. Na raiz da inflação estava o déficit orçamentário" (Harrod, 1951, vol. 1, p. 376) [↑](#footnote-ref-17)
18. Para um exame da evolução das taxas de desemprego nos países capitalistas, veja-se Garside (2007, p. 52). [↑](#footnote-ref-18)
19. Na verdade, quando da Conferência, “o bloco era mais uma fachada do que uma realidade” (Kindleberger, 1984, p. 395), visto depender largamente de barreiras alfandegárias e não alfandegárias e de arranjos bilaterais. [↑](#footnote-ref-19)
20. Entre os autores que sustentam a neutralidade da moeda no longo prazo, tem-se Friedman (1956 e 1970), Dornbush (976), Krugman (1990 e 1991) e Williamson (1992-1993). A neutralidade no curto prazo é sustentada pelos economistas novo-clássicos como Lucas e Sargent. Para uma análise da relação entre a neutralidade da moeda e a neutralidade da taxa de câmbio, veja-se Mollo, Siva e Tarrance (2001). [↑](#footnote-ref-20)
21. SegunoEnzig (1931, p. 67-9), a elevação da taxa de juros a responsável pelo *crash*. [↑](#footnote-ref-21)
22. Conforme argui Lionel Robbins (1934,p. 186) "uma maior flexibilidade dos salários reduziria consideravelmente o desemprego". [↑](#footnote-ref-22)
23. Desconsiderou-se aqui, obviamente, a discussão dos fundamentos teóricos do mecanismo de mercado neoclássico, colocados em cheque durante a Controvérsia de Cambridge. Veja-se Gontijo, 1998. [↑](#footnote-ref-23)
24. Conforme mostra Hamilton (1987),o*Fed*iniciou operações contracionistas de *open market*em janeiro de 1928. [↑](#footnote-ref-24)
25. A inadimplência dos devedores, por sua vez, favoreceu a crise bancária, cuja primeira onda ocorreu no outono de 1930, sendo seguida por outras, na primavera de 1931, no outono de 1931 e no inverno de 1933. SegundoFriedman e Schwartz (1963) e outros autores, a redução da oferta de moeda foi fator causador decisivo da Depressão, podendo-se, em grande medida, culpar o *Federal Reserve* pelo fato. Contudo, esqueceram-se eles de salientar que, para que o *Fed* impedisse a crise bancária teria sido necessário o abandono da conversibilidade em ouro, pois ela restringia seriamente o seu poder de fogo. Além disso, "as reduções na oferta de moeda parecem quantitativamente insuficientes para explicar a queda subsequente do produto" (Benanke, 1983, p. 257), visto que, conforme salientou Kindleberger (1986, p. xiv), “entre 1929 e 1930 a renda real caiu 10 por cento, os preços 12 por cento e a oferta de moeda apenas 5 por cento”, ou seja, a oferta real de moeda “efetivamente aumentou no período”. Isso sem considerar que a maior parcela da "moeda" era, na verdade, crédito bancário, grande parte do qualse tornara podre, dada a inadimplência dos devedores. Parece, portanto, que “a proposição de que as forças monetárias causaram a Grande Depressão tem de ser rejeitada” (Temin, 1976, p. 170). [↑](#footnote-ref-25)
26. Também Bernanke (1995) e Choudhri eKochin (1980) sustentam que o padrão ouro câmbio teria sido o que transformou uma recessão cíclica em uma depressão mundial, o que, como assinalado, parece um exagero, não apenas porque a aderência ao padrão ouro era um dos elementos da ortodoxia que contribuiu para a Depressão, mas porque a bancarrota geral resultante do explosão da bolha especulativa nada teve a ver com o padrão ouro. [↑](#footnote-ref-26)
27. Os EUA voltaram a tornar o dólar conversível no dia 30 de janeiro de 1964, mas não se restabeleceu qualquer vínculo entre a oferta interna de moeda e crédito e o montante das reservas de ouro. [↑](#footnote-ref-27)