



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

FELIPE LOPES MUNHOZ

Orientador: PROF. DR. PEDRO ROSSI

MONOGRAFIA

**A GUERRA CAMBIAL: UM PARALELO ENTRE OS ANOS 30 E
PÓS-2008**

Julho de 2014

Campinas – SP

FELIPE LOPES MUNHOZ

A GUERRA CAMBIAL: UM PARALELO ENTRE OS ANOS 30 E
PÓS-2008

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Graduação do Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas para
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas, sob orientação do Prof. Dr. Pedro
Rossi.

Campinas

2014

Campinas

2014

MUNHOZ, Felipe Lopes. A Guerra Cambial: Um Paralelo Entre Os Anos 30 e Pós-2008. 2014. 82 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.

RESUMO:

A partir da Crise de 2008, com os países em desenvolvimento encontrando dificuldade para impedir as entradas maciças de capital ou para mitigar seus impactos, as batalhas via câmbio nos permitem comparar este período aos acontecimentos da década de 1930, quando políticas liberais foram abandonadas em um ambiente claro de catástrofe econômica ocasionada pela Crise de 29. O objetivo deste trabalho é verificar de que maneira as políticas de recuperação econômica em ambos pós-crisis, a saber, 2008 e 1929, se assemelham e diferem, levando sempre em consideração as particularidades dos dois períodos estudados.

PALAVRAS-CHAVE

Fluxo de capitais, padrão-ouro, anos 30, desvalorizações da moeda, controle cambial, pós-2008.

ABSTRACT:

Since the 2008 crisis, with developing countries finding it difficult to prevent the massive capital inflows or to mitigate its impacts, battles through exchange rates allow us to compare this period to the events of the 1930s, when liberal policies were abandoned in a clear disaster economic environment caused by the Crisis of 29. The objective of this work is to verify how the policies of economic recovery in both post-crisis, namely 2008 and 1929, resemble and differ, always considering the particularities of the two periods studied.

KEY WORDS

Capital flows, the gold standard, 30's years, currency devaluations, exchange controls, post-2008.

Sumário

Introdução.....	1
Capítulo I – A Guerra Cambial: As Desvalorizações nos Anos 30.....	5
1.1 – Apresentação do Capítulo	5
1.2 – A Crise do Padrão-Ouro.....	5
1.2.1 – Cooperação Internacional do Padrão-Ouro antes da Primeira Guerra Mundial	7
1.2.2 – O Abandono ao Padrão-Ouro e a Crise de 29.....	9
1.3 – A volta da Taxa de Câmbio Flutuante e a Guerra Cambial: O Bloco da Libra, o Bloco do Dólar e as Desvalorizações	17
1.3.1 – Políticas monetárias: Estados Unidos e Inglaterra.....	25
1.3.2 – As desvalorizações e a Fuga de Capitais	30
1.3.3 – A falta de cooperação internacional	32
1.4 – Considerações Finais	38
Capítulo II – O Pós-Crise de 2008 e a nova Guerra Cambial	40
2.1 – Apresentação do Capítulo	40
2.2 – Os Países Centrais: o afrouxo monetário e as desvalorizações	41
2.3 – Os Países Periféricos.....	53
2.4 – A Periferia da Europa: A crise da dívida e do euro	61
2.5 – A Retirada dos Estímulos Monetários e a Turbulência na Periferia.....	65
2.6 – Considerações Finais	67
Conclusão – Paralelo entre os anos 30 e pós-2008.....	69
Bibliografia.....	74

Índice dos Quadros

Quadro 1.1 – Estrutura do Padrão-Ouro Internacional após 1880.....	6
Quadro 1.2 – Países pertencentes aos diferentes blocos no início de 1932	22
Quadro 1.3 – Cronologia do retorno e abandono do Padrão-Ouro pós-Primeira Guerra	25
Quadro 2.1 – Pacotes de socorro à Crise em 2008	41
Quadro 2.2 – Medidas de Controle de Fluxo de Capitais	59
Quadro 3.1 – Guerra Cambial: Síntese Comparativa.....	71

Índice das Tabelas

Tabela 1.1 – Porcentagem do Valor das divisas na paridade em ouro de 1929	24
Tabela 1.2 – EUA: Evolução dos Preços ao Consumidor (1913=100) e no Atacado (1914=100)	28
Tabela 2.1 – Dívida e Estagnação.....	52
Tabela 2.2 – Investimento em Carteira líquido (em bilhões de US\$).....	66

Índice dos Gráficos

Gráfico 1.1 – Índice de Evolução do PIB (1913 = 100)	33
Gráfico 1.2 – Inglaterra: Evolução do PIB e do volume de exportações (1913 = 100).....	36
Gráfico 2.1 – Taxa de Juros dos Estados Unidos	43
Gráfico 2.2 – Taxa de Juros da Inglaterra	43
Gráfico 2.3 – Taxa de Juros da União Europeia (BCE).....	44
Gráfico 2.4 – Taxa de Juros do Japão	44
Gráfico 2.5 – Inglaterra: Evolução do PIB, do volume de exportações e do câmbio £/US\$ (2007 = 100)	47
Gráfico 2.6 – Estados Unidos: Evolução do PIB e do volume de exportações (2007 = 100).....	48
Gráfico 2.7 – Evolução da Taxa de Câmbio do Euro em Dólar (2007 = 100).....	50
Gráfico 2.8 – Taxa de Desemprego – Estados Unidos (% da força de trabalho)	52
Gráfico 2.9 – Taxa de Desemprego – União Europeia (% da força de trabalho).....	53
Gráfico 2.10 – Evolução da Taxa de Câmbio em Dólar (1) (2007 = 100).....	55
Gráfico 2.11 – Evolução da Taxa de Câmbio em Dólar (2) (2007 = 100).....	56
Gráfico 2.12 – Evolução da Taxa de Câmbio Renminbi em Dólar (2007 = 100).....	58
Gráfico 2.13 – Taxa de Desemprego – Espanha e Grécia (% da força de trabalho)	62

Introdução

A Guerra Cambial foi um termo cunhado nos anos 30, onde diversos países – mas não todos – se utilizaram do câmbio para se recuperarem da Crise de 1929. O termo “guerra” é usado, pois ocorria uma disputa comercial via câmbio. Em outras palavras, a disputa era arcada em qual destes países alcançaria um patamar maior de desvalorização de sua moeda. Aquele que conseguisse praticar uma moeda nacional mais desvalorizada em relação às moedas dos outros países testemunharia a um aumento de suas exportações, uma vez que por esta desvalorização, as suas mercadorias estariam mais baratas no mercado internacional. Com este mesmo raciocínio, as importações cairiam, pois as mercadorias dos outros países se tornariam mais caras para o país que tivesse a moeda mais desvalorizada, o que diminuiria o consumo interno destes produtos importados. Estas desvalorizações também receberam a denominação de “desvalorizações competitivas”, que gerava um tipo de recuperação chamada de “beggar-thy-neighbor”, ou seja, o país que desvalorizava sua moeda “empurrava a miséria” para os outros países, obrigando estes à desvalorização de suas moedas também para manter o nível de concorrência internacional.

Todavia, como veremos neste trabalho, o aumento das exportações não era o principal objetivo das desvalorizações. Países como a Inglaterra e os Estados Unidos, por exemplo, utilizaram-se de políticas monetárias expansionistas para reaquecer o mercado interno em crise, controlar a queda na produção e fugir do ambiente deflacionário mundial. Tais políticas tinham como principal consequência a desvalorização de suas moedas, que viriam, por sua vez, gerar aumento das exportações e diminuição das importações.

Setenta e nove anos depois conheceríamos uma nova crise. Pela resposta imediata dos governos centrais em resgatar as instituições financeiras – atitude tardia na Crise de 29 – a Crise de 2008 não viria a se tornar a tragédia que fora nos anos 30. Todavia, com suas peculiaridades, teríamos novamente as desvalorizações, e com isso, a Guerra Cambial.

Trataremos nesta introdução algumas breves contraposições entre as duas crises.

Podemos afirmar que a origem dos distúrbios, tanto em 29 quanto em 2008, foi a “proliferação de operações financeiras de lastro duvidoso, alavancadas pela expansão desmesurada do crédito, em meio à ausência de regras eficazes de regulação e disciplina para o sistema financeiro” ¹. A desregulamentação implementada pelo cenário de liberalização financeira, assim como a “ação desimpedida dos agentes privados”, a forte especulação presente durante a década de 20 e o “festival de derivativos” da primeira década de 2000 criaram, em ambos os casos, uma rede de endividamento – com origens nos Estados Unidos e Europa – incentivada por expectativas sempre positivas.

“Tanto naquela oportunidade como na recente crise, a raiz da tormenta foi a ação desimpedida dos agentes privados, propiciada pela frouxa regulamentação existente sobre o mundo das finanças. Não por acaso, em ambos os casos, foram os percalços do sistema financeiro os fatores centrais de desencadeamento e propagação da crise. Não resta dúvida que a especulação desenfreada dos anos 1920 e o “festival dos derivativos” da crise atual foram construções endógenas do sistema financeiro norte-americano e europeu - criaturas típicas de um ciclo de crédito, que envolveu bancos, intermediários financeiros, empresas, famílias e nações, e que resultou na montagem de uma complexa e intrincada teia de endividamento. A inflação de ativos – em ambos os casos - foi incensada pelo crédito farto, na expectativa, sempre otimista, de ganhos futuros.” (Mazzucchelli, 2013:1).

Posteriormente, as expectativas viriam a se reverter. Com a eclosão da crise (tanto a de 29 quanto a de 2008), o crédito farto minguou, e as dívidas prevaleceram, o que bastou para diminuir drasticamente a demanda agregada – consumo e investimento – e declinar os níveis de produção e emprego.

“Com a reversão das expectativas, o castelo de apostas ruiu, restando apenas o rastro das dívidas. Uma vez desencadeada a crise, a carga de compromissos assumidos e a contração do crédito se incumbiram de promover a desaceleração dos gastos em consumo e investimento, com impactos negativos sobre a produção e o emprego. Este é um traço comum das duas crises, na verdade um roteiro que está incrustado no próprio modo de ser da realidade capitalista.” (Mazzucchelli, 2013:1).

¹ Mazzucchelli (2013:1).

Uma vez que a demanda interna havia sido arrojada pela crise, países centrais utilizavam das desvalorizações para ampliar o mercado externo, instigando-o a absorver o produto excedente o qual o consumo doméstico não conseguia comportar. Assim, as desvalorizações aumentavam as exportações e preveniam que houvesse uma diminuição do produto e do emprego. A recuperação viria por este superávit comercial gerado pelas políticas de desvalorização monetária. No entanto, como já foi dito acima (e como será abordado neste trabalho), o que estes países visavam para sair da crise, de fato, era a manutenção do mercado doméstico, da produção e desemprego, e não vantagens comerciais através das desvalorizações.

No que diz respeito aos países que foram mais devastados pelas crises, as diferenças se tornam mais nítidas entre ambas. A Crise de 29 impactou negativamente os países capitalistas centrais, como Estados Unidos, Alemanha e Inglaterra. Em seguida, seguiu seu melancólico trajeto para o resto do mundo. No caso da Crise de 2008, mesmo tendo em sua origem o sistema financeiro americano – e, obviamente, tendo vitimado fortemente as economias avançadas –, podemos afirmar que os maiores danos foram mais sentidos na periferia europeia, pois não possuíam autonomia monetária para sua recuperação.

“A distinta natureza das respostas, de sua parte, redundou em trajetórias distintas sobre o curso dos acontecimentos: enquanto a Grande Depressão dos anos 1930 atingiu em cheio o núcleo avançado do capitalismo mundial (EUA, Alemanha e Inglaterra), daí transbordando para o resto do mundo, a crise atual vitimou, com maior intensidade, a periferia europeia (notadamente, Grécia, Espanha, Irlanda e Portugal). É óbvio que a atrofia do circuito do gasto, o endividamento das famílias e a incerteza ainda afetam as economias avançadas, vitimando particularmente os imigrantes, os despossuídos e os jovens, quer nos EUA, na Alemanha, na Inglaterra, na França ou na Itália. Mas não resta dúvida que, hoje [2013], a dramaticidade da crise é sentida, em sua maior crueza, pelas populações da franja do continente europeu.” (Mazzucchelli, 2013:2).

Enfim, o que este estudo buscará discutir é a situação – e a relação – pós-Crise em ambos os períodos supracitados, sem enfoque, então, nas causas das crises, e sim em suas consequências no que diz respeito às questões de câmbio internacional. Este será, então, dividido em dois capítulos, além desta introdução e da conclusão. O primeiro capítulo terá a predominância de uma *análise histórica*, na qual abordaremos a Guerra Cambial nos anos 30, (i) iniciando pela

crise do sistema monetário da época nos anos 20, o padrão-ouro, seu abandono por diversos países e a eclosão das desvalorizações, (ii) passando para os países que desvalorizaram suas moedas na primeira metade dos anos 30, suas respectivas políticas monetárias, a relação das desvalorizações de suas moedas com o fluxo de capitais e, por fim, como se deu a cooperação internacional neste período (teremos, nesta seção, como principais objetos de estudo os Estados Unidos e a Inglaterra). A situação da França, que se manteve atrelada ao Padrão e em seu câmbio fixo em ouro (até 1936), será abordada continuamente nestas seções. No segundo capítulo, abordaremos a Guerra Cambial contemporânea, que teve início também em um ambiente pós-Crise, nos anos seguintes a 2008, predominando – em virtude da proximidade temporal e do menor número de fontes bibliográficas (relativo ao primeiro capítulo) – a *análise de dados* e o uso de *fontes não convencionais*, como jornais, como principais métodos de dissertação. Pela proximidade histórica da conclusão deste trabalho, a discussão será abordada até final de 2013. Teremos as políticas monetárias americanas como as protagonistas neste ambiente de desvalorizações. Abordaremos também as ações da União Europeia, e as consequências destas desvalorizações tanto para estes dois grupos (Estados Unidos e Europa) quanto para a periferia mundial.

Na conclusão chegaremos ao objetivo do trabalho, que é o de identificar as semelhanças e as diferenças que há entre a Guerra Cambial ocorrida em ambos os pós-crises.

Capítulo I – A Guerra Cambial: As Desvalorizações nos Anos 30

1.1 – Apresentação do Capítulo

Neste primeiro capítulo, trataremos da Guerra Cambial que ocorreu durante os anos 30, assim como seus antecedentes: o padrão-ouro e a Crise de 29.

Na primeira seção, a ênfase não será dada ao surgimento do padrão-ouro no século XIX, nem tampouco à relativa estabilidade que ele trouxe ao mundo no pré-guerra. Será, então, destacado a crise deste padrão depois da Primeira Guerra Mundial e as mudanças que ele sofreu nos anos 20, desembocando na eclosão da Crise de 29. A importância desta seção está em entender como um sistema monetário estruturado desabou e culminou em um período de desvalorizações, caos nos fluxos de capitais e instabilidade econômica. Verificaremos, também, quais os motivos que fizeram com que o Padrão não funcionasse corretamente nos anos 20, o porquê de ter sido necessário o abandono deste padrão para a recuperação econômica, assim como sua relação com a Grande Depressão de 1929.

Na segunda seção, entraremos efetivamente na Guerra Cambial dos anos 30, que teve como política protagonista as desvalorizações cambiais promovidas por diversos países, mas principalmente Estados Unidos e Inglaterra, maiores representantes do *bloco das desvalorizações*. Veremos as políticas monetárias promovidas por estes países as quais viriam gerar a desvalorização de suas moedas. Em seguida, trataremos das desvalorizações e sua relação a problemática fuga de capitais daquela década. Em terceiro, abordaremos a falta de cooperação internacional do mesmo período.

1.2 – A Crise do Padrão-Ouro

O padrão-ouro surgiu no último quarto do século XIX como um sistema monetário monometálico, que era até então inédito de uma maneira global, uma vez que o ouro já era o

padrão na Inglaterra desde o início daquele século. Seu surgimento foi motivado pela necessidade de corrigir os problemas dos preços relativos entre duas moedas em circulação (a prata e o ouro) do sistema bimetálico vigente naquela época. É importante destacar, como o faz Polanyi (2000), que o padrão-ouro só pode se tornar um sistema monetário global em virtude da hegemonia econômica inglesa da época, que propiciou que este país implementasse seu modelo e sua influência por, praticamente, todo o mundo.

“Nunca é demais enfatizar que o século dezenove foi o século da Inglaterra: a Revolução Industrial foi um acontecimento inglês. A economia de mercado, o livre comércio e o padrão-ouro foram inventos ingleses.” (Polanyi, 2000:47).

Alguns países passaram a ter como meio circulante o próprio ouro, mas alguns outros mantinham prata, moeda representativa ou papel-moeda para tal fim, com câmbio fixo e conversível em ouro (ver Quadro 1.1). Para estes países, pode-se dizer que também utilizavam o Padrão, pois “sempre que solicitados a isso, seus governos estavam prontos a converter seu dinheiro em circulação em ouro a um preço fixo”².

Quadro 1.1 – Estrutura do Padrão-Ouro Internacional após 1880

		<i>Meio circulante doméstico na forma de:</i>	
		Predominância de moedas de ouro	Ouro, prata, moedas representativas e papel-moeda
<i>Reservas na forma de:</i>	Ouro	Inglaterra Alemanha França EUA	Bélgica Suíça
	Predominância de divisas estrangeiras	Rússia Austrália África do Sul Egito	Áustria-Hungria Japão Holanda Escandinávia Outras colônias britânicas
	Totalmente em divisas estrangeiras		Filipinas Índia Países latino-americanos

Fonte: Eichengreen (2000:46).

² Eichengreen (2000:47).

1.2.1 – Cooperação Internacional do Padrão-Ouro antes da Primeira Guerra Mundial

Como explicita o trecho abaixo, o Padrão trazia consigo a premissa de que, para que ele desse certo, deveria haver uma cooperação internacional que sustentasse os preceitos de taxa de câmbio fixa e livre mobilidade nos fluxos de capitais, intrínsecos a este novo sistema. Logo, os países não deveriam ter suas políticas econômicas voltadas ao âmbito doméstico, como o aumento da renda e o desemprego, e sim para a estabilidade do câmbio, preços e correção de déficits nas contas externas.

“Tanto o surgimento como a operação desse sistema muito deveram a condições históricas específicas. O sistema pressupunha um clima intelectual no qual os governos atribuíam prioridade à estabilidade da moeda e das taxas de câmbio. Isso pressupunha um ambiente político no qual esses governos estariam protegidos contra pressões visando orientar suas políticas para outros fins. Isso também pressupunha mercados abertos e flexíveis que articulassem os fluxos de capital e de mercadorias de maneiras que isolassem as economias de abalos na oferta e na demanda por mercadorias e financiamentos.”(Eichengreen, 2000:30).

Antes de tudo, podemos elencar os três pilares que sustentavam o padrão-ouro, assim como o faz Marcondes (1998)³:

- (i) Conversibilidade entre a moeda doméstica em ouro à determinada paridade oficial fixa;
- (ii) Liberdade dos cidadãos de importar e exportar ouro;
- (iii) Um conjunto de regras relacionando a quantidade de dinheiro em circulação em um país ao estoque de ouro deste país;

De acordo com o que foi dito no início do capítulo, era necessário ao pleno funcionamento do Padrão um alto nível de cooperação e solidariedade internacional. No trecho

³ Citação de Eichengreen (1985:3) em Marcondes (1998:540).

abaixo, Eichengreen (2000) confirma esta necessidade. Um aumento na taxa de juros de um país (principalmente se este fosse a Inglaterra, a Alemanha ou a França, por terem, na época, os maiores bancos centrais da Europa) viria a atrair para este o fluxo de capital financeiro e reservas de ouro mundiais, deteriorando os balanços de pagamentos dos países que sofreram estas fugas. A resposta seria, então, o aumento da taxa de juros destes países deficitários, o que faria com que a taxa de juros média internacional subisse. A tendência seria a mesma para o caso de uma diminuição da taxa de juros, que geraria a queda simultânea desta nos demais países.

“Uma elevação na taxa de redesconto de um país, que atraía o capital financeiro e reservas de ouro, debilitava os balanços de pagamentos dos países de onde saíam capital e ouro. Uma elevação na taxa de redesconto de um banco central poderia, portanto, desencadear uma rodada de aumentos nas taxas praticadas por outros bancos centrais. ‘Sempre que houvesse pouco ouro nos cofres do Banco da Inglaterra e do Banco da França, uma medida adotada por qualquer dos dois bancos para atrair ouro certamente provocaria uma reação contrária do outro’, foi como o economista inglês Ralph Hawtrey caracterizou o mecanismo. Analogamente, uma diminuição na taxa de redesconto de um banco central poderia permitir uma rodada de reduções pelos demais bancos.” (Eichengreen, 2000:60).

A cooperação viria no sentido de utilizar deste mecanismo quando as economias tenderem a um superaquecimento, aumentando a taxa de juros, ou quando ocorresse uma ameaça de recessão mundial, diminuindo-a. Com isso, do ponto de vista global, para evitar estes dois extremos, os ajustes na taxa tinham de ser adotados simultaneamente por diversos bancos centrais. Se o banco central de um país reduzisse sua taxa de juros, mas os bancos centrais dos demais países não acompanhassem tal medida, o primeiro “sofreria perdas em suas reservas e a conversibilidade de sua moeda poderia ser ameaçada”⁴.

Porém, voltando à situação de um país em crise, cujo banco central seja de menor expressão, e sofrendo perda de suas reservas, este se via forçado a elevar sua taxa de juros, movendo-a no sentido contrário de outros bancos centrais, para atrair os fluxos de capitais e reconstituir suas reservas monetárias. Fica-se nítido, então, que nem sempre a adoção de políticas idênticas resolvia todos os problemas, e é principalmente nesses casos que a cooperação

⁴ Eichengreen (2000:61).

internacional tornava-se ainda mais indispensável. Era necessário que outros países “permitissem que fluísse ouro para o banco central em dificuldades, em vez de ‘responder na mesma moeda’”⁵, ou seja, não elevar sua taxa de juros para que o país em crise equilibrasse seu balanço:

“Em períodos de turbulência, era mais difícil promover a harmonização das políticas. A contenção de uma crise financeira poderia exigir que as taxas de redesconto de diferentes bancos centrais se movessem em sentidos opostos. Um país atravessando uma crise e sofrendo uma perda de reservas poderia ser forçado a elevar sua taxa de redesconto para atrair ouro e capital do exterior. Para haver cooperação, seria necessário que outros países permitissem que fluísse ouro para o banco central em dificuldades, em vez de ‘responder na mesma moeda’. A adoção de políticas idênticas não contribuiria para a superação dos problemas. De fato, uma crise financeira grave poderia exigir que bancos centrais estrangeiros adotassem medidas excepcionais para dar apoio a um banco central em dificuldades.” (Eichengreen, 2000:61-62).

1.2.2 – O Abandono ao Padrão-Ouro e a Crise de 29

O padrão-ouro funcionou com uma relativa consistência até a Primeira Guerra Mundial (1914), trazendo estabilidade para o sistema monetário internacional. Durante a guerra, os aumentos dos impostos visando recolher recursos para armamentos tornaram-se insuficientes. Com isso, o lastro em ouro das moedas domésticas foi suspenso abruptamente, e os governos passaram a emitir moedas fiduciárias (sem lastro) para o financiamento de equipamentos bélicos e pagamentos dos soldados, o que desestabilizou todo o sistema e gerou grandes variações nas taxas de câmbio. Com o fim da guerra, em 1919, o mundo já se encontrava aprofundado em um caos monetário.

Como nos diz as aspas de Clavin, citado em Mazzucchelli (2009), após a guerra, cresceu a preocupação de cada país com a sua própria situação interna:

“A mudança na composição dos governos também alterou as expectativas da sociedade quanto às possibilidades da política. Assim como a guerra forçou as nações a

⁵ Eichengreen (2000:62).

demandarem, em nome da lealdade, novos sacrifícios a todos os cidadãos, os governos, por sua vez, prontamente ampliaram suas obrigações com seus povos” (Clavin, 2000:25, extraído de Mazzucchelli, 2009:57).

O aumento da participação popular na política, o apoio dos sindicatos e as tentativas de movimentos revolucionários minavam a liberdade que os governos tinham, desde antes da Primeira Guerra, em sustentar o padrão-ouro em detrimento dos salários, empregos e tranquilidade política. Igualmente, a ascensão do poder das massas colocava em xeque a confiança dos agentes financeiros no caráter estabilizador do padrão-ouro, principalmente no que diz respeito ao fato da capacidade dos governos em preservar o câmbio fixo em ouro.

“Diante da agitação sindical e partidária de massas, para não falar das abortadas tentativas revolucionárias, o fato de que governos continuassem priorizando o apego ao padrão-ouro, em troca dos níveis de salários, emprego e tranquilidade política, não podia mais ser visto como produto de uma “naturalidade” inelutável, mas sim como a contingência de conflitos políticos que realmente era – e como em toda contingência, o resultado poderia ter sido outro, particularmente em uma conjuntura de tamanha instabilidade política. Assim como a expansão da política de massas amedrontava pequenas burguesias e aristocracias, ela também amedrontava o capital financeiro internacional, ao tornar mais duvidosa a preservação dos compromissos políticos dos governos com as taxas de câmbio de suas moedas – principalmente se ela se mostrasse, econômica e politicamente, ainda mais custosa.” (Bastos, 2001:5)

O enfoque, então, passou a ser o nível de renda e o controle do desemprego, e não mais a estabilidade do câmbio e preços. Também não se era mais possível contar com nenhum dos fatores que haviam propiciado o advento e manutenção do Padrão. Logo, o padrão-ouro tornava-se difícil de ser restaurado.

“‘A mudança mais importante do período’, nas palavras de Robert Triffin, ‘foi a importância crescente dos fatores domésticos como determinante derradeiro das políticas monetárias’. Neste ambiente mais politizado, havia incerteza em relação à maneira como as autoridades reagiriam se obrigadas a optar entre defender o padrão ouro e tomar medidas para reduzir o desemprego” (Eichengreen, 2000:109).

Ainda assim, na segunda metade dos anos 20, países como a Inglaterra, Estados Unidos, Alemanha, Japão, Suécia e Espanha, dentre muitos outros, se esforçaram para retornar ao Padrão na mesma paridade do pré-guerra, o que gerou forte instabilidade mundial no entre-guerras. Outros países, como a França, Bélgica e Itália, também concentraram seus esforços no retorno ao Padrão, porém não se preocuparam em manter esta mesma paridade, e acabaram, por este motivo, apresentando uma taxa de crescimento maior dos países que se esforçaram em alcançar a paridade antiga.

Na primeira metade dos anos 20, os britânicos deveriam valorizar sua moeda para conseguir retornar à mesma paridade ao ouro no valor de antes da I Guerra. Porém, verificaram que, se tentassem manter a libra supervalorizada, perderiam suas reservas de ouro, e por isso decidiram suspender a volta à conversibilidade. Esta decisão fez com que, das moedas mais importantes, apenas o dólar mantivesse sua conversibilidade em ouro. Isto ocasionou, neste período, em certa liberdade de flutuação no câmbio das moedas, com quase nenhuma intervenção nos bancos centrais nestas flutuações. Essa taxa de câmbio flutuante possuía extrema volatilidade e era muito sensível às especulações dos “traders”, no que diz respeito à compra e venda de moedas de acordo com as expectativas de valorização e desvalorização ⁶.

Os primeiros países que retornaram à conversibilidade foram os que emitiram um excesso de moeda para cobrir seus déficits, gerando uma hiperinflação, como a Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia. No geral, estes países tiveram folga política para aumentar os impostos e os gastos públicos (pois a inflação era tida como a verdadeira vilã econômica), e conseguiram estabilizar o câmbio e retornar a paridade tomando empréstimos ⁷ para reconstituir suas reservas em ouro:

“Entre os primeiros países a restabelecer a conversibilidade em ouro estavam aqueles que tinham sofrido hiperinflação: Áustria, Alemanha, Hungria e Polônia. Nesses países, a inflação havia sido alimentada pelo papel-moeda usado para financiar déficits

⁶ Situação semelhante da que veremos nos anos 30, nos países que usaram das desvalorizações como política externa de recuperação, com a diferença de que, neste período, houve profunda intervenção dos bancos centrais nas flutuações do câmbio.

⁷ Os empréstimos para reabastecer as reservas vieram da Liga das Nações, exceto para a Alemanha, que veio da Comissão de Reparações, cuja tarefa era supervisionar as transferências compensatórias para os aliados (Eichengreen, 2000:78).

orçamentários dos governos. Ao cabo de algum tempo, o problema terminou por gerar sua própria solução. A oposição a aumentos nos impostos e cortes nos gastos foi posta em segundo plano em face do trauma da inflação descontrolada e do colapso da economia monetária. (...) Esses países emitiram novas moedas cujo volume em circulação era regulado por provisões contidas na legislação do padrão ouro.” (Eichengreen, 2000:77-78).

Países como a França, Itália, Dinamarca, Portugal e Bélgica sofreram um processo de alta inflação (mas ainda de menor intensidade que a dos países que sofreram de hiperinflação), e vieram a estabilizar suas moedas na segunda metade dos anos 20, mas às paridades da época (desvalorizado), pois o esforço monetário para retornar à paridade pré-guerra poderia desestabilizar suas economias. A estabilização do franco francês em 1926 foi o símbolo da volta do padrão-ouro como um sistema monetário global ⁸, mesmo que de maneira insatisfatória (como veremos adiante). A França retornaria formalmente ao padrão-ouro em 1928.

“Nos países em que os preços haviam registrado altas muito acentuadas em consequência do processo inflacionário durante e após a guerra, a redução dos mesmos aos níveis anteriores à guerra teria provocado uma enorme redistribuição dos devedores para os credores, e estava, portanto, descartada. Por essa razão, quando Itália, Bélgica, Dinamarca e Portugal voltaram a adotar o padrão ouro, esses países, assim como a França, o fizeram a um câmbio desvalorizado (isto é, tornando o ouro mais caro para compra com suas moedas domésticas).” (Eichengreen, 2000:94).

No caso da Inglaterra, tinha-se a ideia de que, ao retornar à antiga paridade ⁹, “as condições anteriores à guerra seriam recriadas e que a prosperidade seria retomada” ¹⁰. Não foi isso o observado: em 1929 o PIB era apenas 11% maior que o de 1919 ¹¹ (ano em que o mundo encontrava-se em profunda contração). Segundo Eichengreen (2000, p.91-92), o objetivo de atingir tal paridade passava pela necessidade de abaixar os preços ingleses e valorizar a libra em relação ao dólar, abaixando os gastos públicos e aumentando a taxa de juros. Como podemos

⁸ Eichengreen (2000:79).

⁹ No caso da Inglaterra: 3 libras, 17 xelins e 9 pence por onça de ouro com teor de pureza 0.999 (Eichengreen, 2000:90). Uma vez que os Estados Unidos não haviam alterado o preço do ouro em dólar, a taxa de câmbio da libra ficara em US\$ 4,86 (Mazzucchelli, 2009:101 e Eichengreen, 2000:91).

¹⁰ Mazzucchelli (2009:112).

¹¹ Mazzucchelli (2009:112).

conferir pelo trecho abaixo, a valorização da libra no mercado internacional reduziu drasticamente suas exportações, agravando o desemprego. O Banco Central inglês se viu obrigado a um novo aumento da taxa de juros para compensar a perda das reservas em ouro, mesmo isto significando uma depressão econômica. Enfim, os esforços em retornar ao padrão-ouro com a mesma paridade anterior à Primeira Guerra podem ser considerados, segundo Eichengreen (2000), os culpados pelo o alto nível de desemprego e o crescimento baixo durante a década de 20.

“A supervalorização da libra fez cair a demanda por produtos britânicos, agravando o desemprego, Isso provocou uma drenagem de ouro do Banco Central da Inglaterra, obrigando-o a elevar as taxas de juro mesmo à custa de provocar uma depressão da economia. O crescimento lento e o desemprego da ordem de dois dígitos que penalizaram a economia britânica no restante da década são comumente atribuídos à decisão de restaurar a paridade do período anterior à guerra” (Eichengreen, 2000:92)

Para Mazzucchelli (2009), os esforços dos ingleses para atingir a antiga paridade foi tão intenso que “é possível concluir que o percurso trilhado até que se alcançassem os \$4,86 foi mais penoso do que aquele percorrido a partir de então”¹². O desemprego ficou, entre os anos de 1921 e 1923, no patamar de 9,5%. Nos anos de 1927 a 1929, antecedentes da crise, o desemprego foi menor, na faixa de 7,1%¹³.

Enfim, países que conseguiram manter sua inflação controlada, como Estados Unidos, Suíça, Holanda e Austrália, não tiveram que passar por maiores problemas em retornar às antigas paridades¹⁴.

Os Estados Unidos, particularmente, não tiveram de se submeter a políticas deflacionárias - ou a outros grandes esforços monetários para constituir reservas monetárias, como a Inglaterra - ao se reajustarem para retornar à conversibilidade. Isto porque, segundo Eichengreen (2000), durante a Primeira Guerra, eles foram grandes exportadores de “commodities” agrícolas e produtos manufaturados em troca de ouro e divisas estrangeiras, aumentando assim suas reservas

¹² Mazzucchelli (2009: 111).

¹³ Mazzucchelli (2009:111).

¹⁴ Eichengreen (2000:79).

de ouro (de US\$ 1,3 bilhão em 1913 para US\$ 4 bilhões em 1923) e possibilitando a manutenção da paridade pré-guerra ¹⁵.

Mesmo com esses retornos, o padrão-ouro nunca viria a funcionar de maneira satisfatória. Os países cujas moedas eram fracas, ou que se tornaram fracas, como a da Inglaterra, apresentavam constantes déficits e fuga de reservas, enquanto os países que possuíam moedas fortes, como a França, tinham superávits persistentes e atraíam o ouro de todo o sistema ¹⁶. O sistema já não possuía mais a credibilidade perante a população que o tornara eficaz antes da Primeira Guerra:

“O funcionamento do padrão-ouro neste período [até 1913] decorreu da credibilidade da população de que a obrigação na manutenção da regra continuaria, cláusula fundamental para a existência da âncora nominal, e da cooperação e coordenação das ações dos países.” (Marcondes, 1998:543).

Como ilustra o trecho abaixo de League of Nations (1944), não havia mais a cooperação internacional do pré-Primeira Guerra, muito menos a credibilidade dos países em manter as políticas públicas que sustentavam o padrão-ouro antes de 1914.

“The piecemeal and haphazard manner of international monetary reconstruction sowed the seeds of subsequent disintegration. It was partly because of the lack of proper coordination during the stabilization period of the ‘twenties that the system broke down in the ‘thirties.” (League of Nations, 1944:117).

Não existia mais a liderança da Inglaterra, nem tampouco o prestígio da libra no mercado internacional. Os ingleses já não eram mais os líderes comerciais e produtivos capazes de coordenar o sistema. Os Estados Unidos, como explicita Mazzucchelli (2009) abaixo, “ou não queriam, ou não estavam preparados” para assumir a posição de líderes.

¹⁵ Eichengreen (2000:97).

¹⁶ Eichengreen (2000:79).

“Faltava uma liderança efetiva que coordenasse de modo ‘benigno’ os rumos da economia internacional: a Inglaterra não mais podia exercer tal liderança, enquanto os Estados Unidos não queriam ou não estavam ainda preparados para exercê-la. (...) Na medida em que ‘os Estados Unidos não responderam adequadamente a sua nova responsabilidade como líderes mundiais’, a ordem internacional sofreu um vazão.” (Mazzucchelli, 2009:66).

Os preços e salários já não eram mais tão flexíveis como antes da guerra, pois a população estava mais vinculada à política e aos sindicatos. Com isso, as políticas deflacionárias vinculadas ao desemprego, que eram constantemente utilizadas para a defesa da conversibilidade, passaram a gerar tremenda insatisfação popular. O trecho abaixo expõe claramente a situação mundial do Padrão no final dos anos 20:

“Com a perda da tradicional flexibilidade nos mercados de trabalho e de ‘commodities’, o novo sistema não era capaz de absorver impactos com facilidade. Uma vez que os governos não tinham como se defender das pressões que reivindicavam estímulos ao crescimento e emprego, o novo regime não tinha credibilidade. Quando o sistema era perturbado, o capital financeiro, que no passado fluía em direções estabilizadoras, agora empreendia fugas, transformando uma perturbação limitada numa crise econômica e política. A queda na atividade econômica de 1929, que se transformou na Grande Depressão, foi exatamente um reflexo deste processo. E ele terminou por vitimar também o próprio padrão ouro.” (Eichengreen, 2000:76).

Antes da Crise de 29, já era possível verificar forte instabilidade no cenário internacional, principalmente nos países periféricos. Países exportadores de produtos primários e/ou em desenvolvimento já haviam experimentado tal instabilidade desde antes da Guerra. Eles já sabiam que, nestas circunstâncias, ou eles utilizavam suas receitas na forma de divisas para o pagamento de suas dívidas externas, mantendo a confiança dos credores externos e a entrada de fluxos de capital; ou utilizavam estas receitas para a composição e preservação de suas reservas monetárias, defendendo a conversibilidade sem dar razão às dúvidas sobre sua estabilidade. Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, e outros periféricos, decidiram pela primeira opção, modificando as regras de conversibilidade, desvalorizando suas moedas, e evidenciando ainda mais ao mundo

que este novo padrão-ouro não funcionava conforme o planejado. Assim, a desintegração do padrão nos países periféricos “comprometeu sua estabilidade nos países centrais”¹⁷.

“Eles [países em desenvolvimento] podiam usar suas receitas remanescentes em moeda estrangeira para continuar honrando o serviço de suas obrigações externas ou podiam poupar as reservas de seus bancos centrais e defender a conversibilidade de suas moedas. O não-pagamento das dívidas faria com que os credores bloqueassem seu acesso ao mercado de capitais, mas a não-manutenção de um nível adequado de reservas por parte de um banco central levantaria sérias dúvidas em relação à estabilidade financeira do país. Decidindo que uma flexibilização de suas normas de adesão ao padrão ouro poderia ser revertida mais prontamente, Argentina, Austrália, Brasil, e Canadá modificaram as regras de conversibilidade e permitiram a desvalorização de suas moedas no segundo semestre de 1929 e na primeira metade de 1930. Outros países seguiram o exemplo.” (Eichengreen, 2000:107).

Sofrendo a diminuição de suas reservas desde que retornou ao Padrão em 1925, a Inglaterra se segurou nos juros e dividendos sobre investimentos estrangeiros, e receitas do turismo, transportes, seguro e serviços financeiros prestados a estrangeiros. Porém, a partir de 1930, o comércio mundial sofreu um colapso com políticas protecionistas aplicadas por diversos países. Com isso, os britânicos perdiam grande parte do volume da receita proveniente de transportes e seguros. O golpe seria ainda maior quando este colapsou passou a afetar seus investimentos estrangeiros, e com isto os consequentes juros e dividendos.

A ação dos *traders* exercia forte pressão especulativa sobre a libra e apenas incentivava a fuga de capitais da Inglaterra, pois viam que a desvalorização da libra seria algo inevitável. Mesmo subindo a taxa de juros duas vezes em menos de quinze dias – elevando consideravelmente a dívida pública –, a Inglaterra não conseguiu proteger suas reservas¹⁸. Quando a situação se tornou insustentável, em setembro de 1931, a Inglaterra abandonou o padrão-ouro, o que veio a simbolizar o seu fim como sistema monetário internacional.

¹⁷ Eichengreen (2000: 107).

¹⁸ Mazzucchelli (2009:117).

“A Inglaterra, pela fragilidade de suas contas externas, em um contexto de depressão mundial, foi forçada a abandonar o padrão-ouro. Em 19 de setembro de 1931 foi formalmente declarado o fim da conversibilidade e a libra se desvalorizou.” (Mazzucchelli, 2009:118).

1.3 – A volta da Taxa de Câmbio Flutuante e a Guerra Cambial: O Bloco da Libra, o Bloco do Dólar e as Desvalorizações

O objetivo da digressão anterior foi o de descrever o processo que tornaria o padrão-ouro um modelo insuficiente para recuperar os países – tanto depois da Primeira Guerra Mundial quanto depois da Crise de 1929 – e, por esta insuficiência, ingressar o mundo em um período de desvalorizações e Guerra Cambial. Nas palavras de Polanyi (2000), a crise do padrão-ouro foi o “elo invisível entre a desintegração da economia mundial na virada do século e a transformação de toda uma civilização na década de 1930”¹⁹. Para Mazzucchelli (2009), a “tentativa de reinventar o padrão-ouro foi uma ilusão efêmera, que não resistiu ao impacto da Grande Depressão”²⁰. Os impactos da Crise foram sentidos por todo o mundo, e não por mera coincidência. O padrão-ouro teve forte influência nesta propagação, tanto pelas deficiências que apresentou na década de 20, quanto pela integração que gerou entre as economias capitalistas.

“(…) a globalidade da crise tinha raízes profundamente econômicas, associadas ao funcionamento do padrão-ouro e à integração internacional sem precedentes das economias capitalistas.” (Bastos, 2001:10).

O padrão-ouro da década de 20 fora não mais que resíduos nostálgicos de um passado “supostamente ordenado e feliz”, contribuindo fortemente para a magnitude da Crise. A ocorrência das desvalorizações que marcariam a década de 1930 deve-se não só à Grande Depressão de 29, mas também ao ônus que diversos países acumularam ao tentarem retornar e manter o Padrão, mesmo que com claras evidências de que este se encontrava falido.

¹⁹ Polanyi (2000:36).

²⁰ Mazzucchelli (2009:118).

“As taxas fixas de câmbio e o Gold Exchange Standard aparecerão, aí, como anomalias, como resíduos de uma velha ordem. E não se trata apenas de meros resíduos, de singelas remissões nostálgicas de um passado supostamente ordenado e feliz. Em um contexto gravíssimo, que exigia coordenação, audácia, imaginação e políticas de estímulo e orientação do gasto, as ‘amarras douradas’ – ao ainda forjarem as mentes e as políticas – contribuíram, em larga medida, para a profundidade do desastre que se assistiria a partir do último trimestre de 1929” (Mazzucchelli, 2009:69).

Depois da Crise de 29, o mundo encontrava-se em um contexto onde predominavam incertezas e necessidades emergenciais na diminuição dos déficits no balanço de pagamentos - como o aumento das exportações e a contenção da fuga de capitais -, assim como na contenção do desemprego. Com o abandono ao padrão-ouro por diversos países, tornava-se possível utilizar políticas monetárias independentes para aquecer o mercado interno, diminuir o desemprego e corrigir os déficits correntes.

“Tal sistema permitia a execução de políticas coordenadas, de modo a proteger ou arrefecer os efeitos de um choque comum a todas as nações, mas não quando exclusivo sobre um país. Ao contrário, se estivesse sob taxas de câmbio flutuantes, existiria a liberdade para a autoridade monetária anular os efeitos dos choques específicos de seu país com uma política monetária independente.” (Marcondes, 1998: 540).

Nas palavras de Bastos (2001), a década de 30 fora marcada pelas “reações defensivas de proteção nacional contra a instabilidade internacional”²¹, que terminaram por romper qualquer vestígio de “subordinação das políticas econômicas nacionais à institucionalidade do padrão-ouro, ao sistema de taxas fixas de câmbio e livre conversibilidade de capitais”²².

O controle da inflação também se tornou necessário em alguns países europeus, como a Alemanha, França e Áustria, tendo também em vista às memórias da hiperinflação alemã dos anos 20, principal motivo para esses países não terem utilizado das desvalorizações de suas moedas para recuperação econômica.

²¹ Bastos (2001:10).

²² Bastos (2001:10).

Segundo Eichengreen & Sachs (1985), o mundo econômico nos anos 30 foi marcado pelas desvalorizações competitivas – quando diversos países desvalorizam simultaneamente suas moedas, com o objetivo de deixá-las em um patamar menos valorizado que as moedas de seus parceiros comerciais para elevar suas exportações e encarecer as importações –, assim como por políticas externas de controles cambiais e restrições comerciais.

“Currency depreciation was only one of several instruments of external economic policy, along with exchange controls and trade restrictions. Moreover, internal economic measures-notably fiscal policy-can and should be incorporated into the model, although their empirical analysis awaits construction of adequate measures of fiscal stance.”(Eichengreen & Sachs, 1985:945).

Para Mazzuchelli (2009), a política de "beggar-thy-neighbor", predominante entre as potências da época, foi um reflexo da falta de coordenação internacional. Visando uma maior competitividade internacional e correção de déficits, ela buscava o benefício próprio, e não o mútuo. Com isso, gerou um processo de deflação global, resultando no aumento do desemprego, queda drástica da produção, e declínio generalizado do comércio mundial.

“As nações subitamente se deram conta da inexistência de mecanismos adequados de coordenação, ou, pelo menos, da inoperância daqueles porventura existentes. Suas ações, a partir de então, foram essencialmente defensivas e particularistas: as desvalorizações competitivas e o protecionismo, que irão pontilhar o curso dos anos 30, são manifestações claras de um processo de disputa em que o benefício de uns era, apenas, o prejuízo de outros (beggar thy neighbor) ” (Mazzucchelli, 2009:119).

Países que não sofreram de inflação nos anos 20, como os Estados Unidos, puderam utilizar das desvalorizações sem preocupação com o aumento dos preços. Pelo contrário, como confirma Eichengreen (2012), a fraca demanda gerada nesses países depois da Grande Depressão tornava necessário iniciar um processo inflacionário, o que estimulou ainda mais as desvalorizações.

“Mas, quando a demanda é fraca, não é fácil para os bancos centrais convencerem mercados céticos de que farão o que for preciso para elevar a inflação. Na verdade, os EUA se defrontaram exatamente com esse mesmo problema em 1933. A solução encontrada na época pelo então governo Roosevelt foi abandonar o padrão ouro e desvalorizar o dólar. Isso imediatamente levou a um aumento do preço em dólar das commodities importadas. E sinalizou de forma nem um pouco equívoca que a política monetária seria bem diferente do que no passado.” (Eichengreen, 2012).

Uma vez que diversos países passaram a aumentar sua base monetária e desvalorizar suas moedas, a economia mundial encontrava-se em um ambiente que fora chamado de Guerra Cambial. Com a desvalorização da moeda de determinado país, seus produtos nacionais tendem a ficarem mais competitivos internacionalmente, aumentando sua demanda e as exportações deste país. Consequentemente a este aumento de competitividade está a deterioração da competitividade de seus parceiros comerciais. Por este motivo que as depreciações cambiais receberam o termo pejorativo de “beggar-thy-neighbor-devaluation”²³. Logo, quando esta “guerra” já estava declarada, e as desvalorizações competitivas tornavam-se sua principal arma, a deflação mundial, que deveria ter sido resolvida, fora agravada.

Assim como o abandono de diversos países ao padrão-ouro, verificamos também o retorno da taxa de câmbio flutuante. Porém, diferente da aplicada nos anos 20, esta taxa era administrada pelos bancos centrais dos países, que atuavam diretamente no mercado cambial. Como descreve Eichengreen (2000) abaixo, os governos criaram, exclusivamente para esta função, as *Contas de Equalização Cambial*, que compravam certa moeda quando está desvalorizava, e a vendiam quando apresentasse uma valorização.

“Desta vez [década de 30], porém, em contraste com o episódio das taxas livremente flexíveis registrado na primeira metade da década de 20, os governos fizeram intervenções no mercado cambial. Foram criadas as Contas de Equalização Cambial para desempenhar esse papel. Geralmente, elas ‘se inclinavam contra o vento’, comprando uma moeda quando sua taxa de câmbio caía e vendendo-a quando ela registrava uma valorização. Às vezes, os governos vendiam ativos nacionais com o objetivo de fazer baixar a taxa de câmbio e proporcionar uma vantagem competitiva para os produtores.” (Eichengreen, 2000: 81-82).

²³ Termo retirado de Eichengreen (2000: 127).

Em 1932, formaram-se três blocos de comércio diferentes, com diferentes sistemas monetários e o uso de uma moeda padrão e equivalente às moedas nacionais, a qual estas eram atreladas ²⁴. Eram eles:

- (i) O *bloco remanescente ao padrão-ouro*, cuja moeda lastreada ao ouro era o dólar, e possuía a liderança dos Estados Unidos. Eles viriam a abandonar o padrão-ouro em 1933, para promover a desvalorização do dólar. Com isso, o bloco do ouro passaria a ter uma sutil liderança francesa, onde os países que permaneceram neste bloco teriam suas moedas lastreadas não mais ao dólar, e sim ao franco francês (além do lastro em ouro). Alguns dos países que acompanharam os Estados Unidos neste abandono preferiram manter suas moedas lastreadas ao dólar, formando assim, junto com os americanos, um pequeno “*bloco do dólar*”;
- (ii) O *bloco da libra-esterlina*, que tinha esta como a moeda padrão, o líder era a Inglaterra e os países deste bloco promoviam as desvalorizações cambiais como método de corrigir os déficits, assim como abaixaram suas taxas de juro para estimular a recuperação da Grande Depressão;
- (iii) E o *bloco do “Exchange-Control”* ²⁵, cuja moeda padrão era o marco alemão, o país mais representativo era a Alemanha, e promoviam o controle cambial como principal política monetária;

Observando o Quadro 1.2 abaixo, onde se encontram esquematizados os blocos supracitados, cabem-se algumas considerações. O Canadá e o Japão abandonaram o padrão-ouro, mas não aderiram a nenhum bloco. O primeiro preferiu não desvalorizar muito a sua moeda para não prejudicar suas relações com os Estados Unidos, quando estes ainda não haviam saído do bloco do ouro. O segundo preferiu não entrar no bloco da libra devido a forte concorrência que já

²⁴ Eichengreen (2000:80).

²⁵ Termo utilizado por League of Nation (1944).

havia com a Inglaterra no setor têxtil. No início do ano de 1932, Dinamarca, Estônia e Portugal praticavam o controle cambial, mas permaneceram por pouco tempo e logo depois ingressaram no bloco da Libra. Em 1932, a Polônia fazia parte do bloco do padrão-ouro, porém, não demorou muito para ingressar ao grupo do Controle Cambial.

Quadro 1.2 – Países pertencentes aos diferentes blocos no início de 1932

	Bloco do "Exchange-Control"	Bloco da Libra	Bloco do Padrão-Ouro
Moeda Padrão	Marco Alemão	Libra Esterlina	Dólar
País de maior expressão	Alemanha	Grã-Bretanha	EUA
Países Constituintes	<p>Áustria</p> <p>Hungria</p> <p>Grécia</p> <p>Portugal</p> <p>Estônia</p> <p>Dinamarca</p>	<p>Austrália</p> <p>Egito</p> <p>Irlanda</p> <p>Finlândia</p> <p>Índia</p> <p>Letônia</p> <p>Nova Zelândia</p> <p>Noruega</p> <p>Palestina</p> <p>Suécia</p> <p>Tailândia</p> <p>África do Sul</p>	<p>Bélgica</p> <p>Holanda</p> <p>França</p> <p>Tchecoslováquia</p> <p>Suíça</p> <p>Romênia</p> <p>Filipinas</p> <p>Romênia</p> <p>Países da América Latina de influência americana</p> <p>Polônia</p>

Fonte: Elaboração própria.

Desde o princípio, ficou claro que este sistema monetário tripolar não resultaria em uma estabilidade mundial. O controle cambial aplicado pelo bloco do “Exchange-control” e as desvalorizações aplicadas pelo bloco da Libra tornaram-se as principais medidas mundiais para conter a saída de capital. Com isso, os países do bloco do padrão-ouro tiveram seus níveis de atividade econômica diminuídos, pois se viram obrigados a impor medidas restritivas, tanto do ponto de vista fiscal quanto do monetário, para impedir a fuga de suas reservas e evitar sucessivos déficits em seus balanços. Estas medidas de austeridade geraram fortes pressões políticas. Os “traders” de moedas passaram a prever que uma mudança para as desvalorizações seria inevitável, resultando em uma corrida *especulativa* para venda de moedas lastreadas em ouro. Conseqüentemente, com as vendas dessas moedas, as reservas dos países do bloco do ouro caíram, forçando seus bancos centrais a aumentar as taxas de juros. Isto, somado com o ambiente de recessão econômica e baixas expectativas, só veio a aumentar outro problema grave do período do entre-guerras: o desemprego.

Com o aumento do desemprego, e a taxa de juros alta agindo ineficazmente na contenção da fuga de capitais, a pressão para as desvalorizações ficou ainda maior e a conversibilidade perdia-se a credibilidade, resultando em um abandono gradativo do padrão-ouro pelos países remanescentes neste bloco. O trecho de Eichengreen (2000) abaixo torna este processo mais evidente:

“Nos países que abandonaram o padrão ouro e desvalorizaram suas moedas, caíram os gastos com a importação de produtos dos países do bloco do ouro, que tinham ficado mais caros. Na Alemanha e em seus vizinhos na Europa oriental, os controles de câmbio tiveram o mesmo efeito. Os membros do bloco do ouro sofreram uma deterioração em suas posições competitivas e em seus balanços de pagamentos. Registrou-se uma queda da demanda no mundo do padrão ouro, aprofundando a Depressão e aumentando a pressão em favor de uma reversão nas políticas de austeridade. Diante dessas perspectivas, os investidores começaram a questionar a estabilidade das moedas que permaneceram lastreadas em ouro.” (Eichengreen, 2000:123).

A formação destes blocos viria a impactar na liberdade dos fluxos de capitais, desestimular investimentos externos e restringir as transações comerciais entre os blocos.

Como já foi dito, a Inglaterra viria a desvalorizar sua libra em setembro de 1931. Posteriormente, no início de 1933, logo depois de presenciarem uma queda alarmante na produção, aumento do desemprego, e falência de inúmeros bancos americanos, era a vez dos Estados Unidos abandonarem o padrão-ouro, promoverem a desvalorização e criarem um pequeno “bloco do dólar”. Com isso, intensificaram as pressões para que os demais países saíssem do bloco do ouro.

Podemos verificar a desvalorização da libra perante o ouro através da Tabela 1.1 abaixo, assim como a desvalorização do dólar (a partir de 1933), e a desvalorização do franco (a partir de 1936). O valor do marco alemão permaneceu praticamente constante porque a Alemanha aplicou fortes políticas de controle cambial de modo a controlar a inflação.

Tabela 1.1 – Porcentagem do Valor das divisas na paridade em ouro de 1929

	EUA	Reino Unido	França	Alemanha
1931	100,0	93,2	100,1	99,2
1932	100,0	72,0	100,3	99,7
1933	80,7	68,1	100,0	99,6
1934	59,6	61,8	100,0	98,6
1935	59,4	59,8	100,0	100,3
1936	59,2	60,5	92,4	100,1
1937	59,1	60,0	61,0	99,7
1938	59,1	59,3	43,4	99,6

Fonte: Burda et Wyplosz (1998:564).

Como podemos confirmar pelo Quadro 1.3 abaixo, que mostra a cronologia dos países ao voltarem e ao saírem do padrão-ouro depois da I Guerra Mundial, a Tchecoslováquia promoveu sua desvalorização em 1934 e a Bélgica em 1935. A França, por ter se mantido fielmente atada ao câmbio fixo em ouro, presenciou a valorização de seu franco, desabando suas exportações e causando um crescimento negativo de seu PIB em cinco dos seis anos de 1930 a 1935 (a exceção foi em 1933) ²⁶. Para salvar o franco, foram iniciadas diversas medidas deflacionárias, que afundou o país na recessão. As receitas públicas declinaram, e os déficits, tanto em conta corrente, quanto na conta financeira, apenas aumentou. O franco viria a se desvalorizar apenas em 1936, mas não foi de grande eficácia, tendo em vista o comércio internacional decadente e os frutos recessivos das políticas de controle de gastos públicos franceses dos anos anteriores. Neste mesmo ano, a Holanda e a Suíça também passaram a desvalorizar suas moedas. Nas palavras de Eichengreen (2000) ²⁷: “Através desse processo caótico, o padrão-ouro cedeu espaço, mais uma vez, à adoção de taxas flutuantes.”. Porém, diferente da primeira metade dos anos 20, estas flutuações eram administradas com intervenções diretas dos bancos centrais.

²⁶ Mazzucchelli (2013:15).

²⁷ Eichengreen (2000:81).

Quadro 1.3 – Cronologia do retorno e abandono do Padrão-Ouro pós-Primeira Guerra

País	Ano em que retornou ao Padrão-Ouro	Ano em que abandonou o Padrão-Ouro
Grã-Bretanha	1925	1931
Suécia	1924	1931
Alemanha	1924	1932
Hungria	1925	1932
Polônia	1923	1932
Áustria	1923	1932
Austrália	1925	1932
Canadá	1926	1932
Japão		1932
EUA	1919	1933
Tchecoslováquia	1926	1934
Bélgica	1925	1935
França	1928	1936
Holanda	1925	1936
Suíça	1925	1936

**Até 1926, o padrão-ouro já havia sido adotado por 39 países. Espanha, China e URSS jamais retornariam ao padrão depois da Primeira Guerra.*

Fonte: Elaboração própria.

A abordagem das desvalorizações do dólar e da libra desta seção será feita, para fins didáticos, sobre três pontos: (i) as políticas monetárias utilizadas pelos Estados Unidos e Inglaterra; (ii) a relação das desvalorizações com a fuga de capitais; e (iii) a falta de cooperação internacional que culminaria na baixa eficiência das desvalorizações na correção da deflação global.

1.3.1 – Políticas monetárias: Estados Unidos e Inglaterra

O abandono do padrão-ouro rompeu as amarras do câmbio fixo e permitiu a independência da política monetária para que se colocassem em prática as desvalorizações.

A Inglaterra, no início da década, não possuía reservas em ouro suficientes para combater as fortes pressões especulativas sobre sua moeda, e se viu obrigada a abandonar o padrão-ouro

em 1931 ²⁸. Apenas depois de elevar a taxa de juros antes da desvalorização (para conter a fuga de capitais), e novamente depois da desvalorização para 6% (visando conter pressões inflacionárias ²⁹), os ingleses puderam realizar sua diminuição no início de 1932. Até junho daquele mesmo ano, a taxa de juros inglesa atingia o patamar de 2%, no qual permaneceria pelo resto da década. Finalmente, a política do *cheap money* pôde ser instaurada. A importância da diminuição da taxa de juros estava no grave problema inglês de dívida interna. Esta passou a ser reestruturada através do War Loan Conversion, que promoveu a progressiva troca dos títulos públicos ingleses por títulos públicos de rendimentos inferiores, reduzindo, com isso, o serviço da dívida pública inglesa.

“A taxa de juros foi elevada para 6% e se estabeleceram controles sobre a movimentação de capitais de modo a evitar o pânico e a fuga de recursos. Com a progressiva estabilização das expectativas o Banco da Inglaterra, já no início de 1932, deu início à redução da taxa de juros, até que, no final de junho, ela se fixou no patamar de 2% (aí permanecendo ao longo do restante da década). A política do cheap money foi definitivamente implantada. De extrema importância é o fato que sua implementação foi associada, de imediato, a um processo de reestruturação da dívida interna. Através do War Loan Conversion realizou-se a progressiva troca de títulos públicos (a coupons inferiores), o que redundou na redução progressiva do serviço da dívida.” (Mazzucchelli, 2009:118).

Em respostas às medidas protecionistas americanas de 1930, os ingleses adotariam, em fevereiro de 1932, medidas protecionistas ³⁰. O motivo desta ação foi “a defesa da indústria local, a sustentação e expansão do nível de emprego, o estímulo à recuperação econômica, o fortalecimento da posição comercial externa e a estabilização da taxa de câmbio após a desvalorização” ³¹. Segundo o trecho abaixo de Mazzucchelli (2009), a Inglaterra, então, saiu de sua antiga posição de defensora afinsa do livre comércio e ingressou na lógica da proteção. Sendo assim, a “desvalorização da libra, o *cheap money* e o protecionismo comercial irão formar

²⁸ Mazzucchelli (2009:239).

²⁹ Mazzucchelli (2009:119).

³⁰ Mazzucchelli (2009:218).

³¹ Mazzucchelli (2009:120).

o pano de fundo da economia britânica a partir de 1931-32”, sendo então uma “resposta nacional a uma crise de dimensões internacionais”³².

“A Inglaterra, outrora paladina do livre comércio entre as nações, ingressou definitivamente na lógica da proteção, das restrições, dos blocos, das preferências e dos acordos bilaterais. Depreciação cambial, controle – ainda que temporários – da movimentação de capitais e tarifas de importação: nada mais restava da arquitetura liberal britânica do século XIX” (Mazzucchelli, 2009:120).

Os Estados Unidos visaram a recuperação econômica com uma reforma drástica em suas políticas econômicas, denominada de New Deal. Para Mazzucchelli (2009), este projeto não foi pautado em nenhum modelo, nem tampouco vinha de conceitos econômicos rígidos³³. Seu objetivo era o de agir de forma a se contrapor às livres forças de mercado que haviam ocasionado a crise, gerando os chamados três “Rs” de Roosevelt (*Reform, Relief and Recovery*)³⁴.

Diferente dos ingleses, os norte-americanos não assistiam o dólar sofrer fortes pressões especulativas, e ainda assim possuíam reservas em ouro capazes de conter tais pressões³⁵. Como podemos verificar pelo trecho abaixo, as desvalorizações, para os americanos, tiveram como objetivo gerar a inflação:

“Quais eram os objetivos de Roosevelt? Por que os EUA, que ao contrário da Inglaterra não estavam com sua moeda submetida a uma especulação avassaladora, intencionalmente desvalorizaram o dólar? A resposta é que Roosevelt, os new dealers, os agricultores e a indústria ansiavam pela inflação.” (Mazzucchelli, 2009:239).

Antes mesmo da desvalorização do dólar, que seria promovida em 1933, os americanos já aplicavam políticas monetárias que desafiavam os mandamentos do câmbio fixo. Em fevereiro de 1932 foi aprovado o Glass-Steagall Act, conjunto de leis que facilitava a expansão do crédito

³² Mazzucchelli (2009:120).

³³ Mazzucchelli (2009:230).

³⁴ Mazzucchelli (2009:230-231).

³⁵ Mazzucchelli (2009:239).

doméstico. Em março de 1933 (depois da eleição de Roosevelt para presidente dos Estados Unidos) foi aprovado o Emergency Banking Act, que proibia a exportação de ouro. E no mês seguinte, foi aprovado a Thomas Amendment, que autorizava, por fim, a flutuação do valor do dólar em relação ao ouro e às outras moedas, assim como dava ao presidente Roosevelt poder de intervenção na oferta monetária ³⁶.

Finalmente, tais medidas, somadas aos juros baixos americanos, permitiriam ao crédito irrigar a economia e estimular a alta dos preços ³⁷. Todavia, segundo a Tabela 1.2, foi só em 1934 que “os preços iniciaram uma trajetória ascendente até 1937, sem alcançar, contudo, os níveis de 1929” ³⁸.

Tabela 1.2 – EUA: Evolução dos Preços ao Consumidor (1913=100) e no Atacado (1914=100)

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
Preços ao Consumidor	173	168	154	138	131	135	138	140	145	142
Preços no Atacado	139	126	107	95	96	109	117	118	126	115

Fonte: Mazzucchelli (2009:241).

Para Walton & Rockoff (2002), “em certa medida, a política [monetária] foi bem-sucedida; parte da inflação ocorrida neste período pode ser atribuída à manipulação da taxa de câmbio” ³⁹. Entre os anos de 1933 e 1937, os preços ao consumidor cresceram cerca de 10%. Os preços no atacado teriam um crescimento ainda maior, acima dos 30%, neste mesmo período ⁴⁰. Porém, como podemos verificar abaixo, a inflação só não foi maior, pois o crédito não foi transformado totalmente em empréstimos. Os recursos monetários que fluíam para o sistema financeiro eram retidos pelos bancos na forma de reservas, não sendo disponibilizadas para empréstimos e representando a baixa disposição ao risco das instituições financeiras. Simultaneamente, a demanda por empréstimos não havia sido estimulada com a expansão monetária. Com isso, as políticas monetárias falharam em reconstruir a circulação do crédito.

³⁶ Mazzucchelli (2009:239).

³⁷ Mazzucchelli (2009:240).

³⁸ Mazzucchelli (2009:240).

³⁹ Walton & Rockoff (2002:514), citado em Mazzucchelli (2009:240).

⁴⁰ Mazzucchelli (2009:242).

“Um ponto importante, contudo, é que ao fluírem para o sistema bancário, os recursos monetários não necessariamente resultaram no aumento dos empréstimos. Os bancos ampliaram suas reservas acima dos requerimentos formais, revelando uma atitude cautelosa, de baixa disposição ao risco. Ao mesmo tempo, a demanda por crédito permaneceu contraída. (...) O resultado foi que as iniciativas monetárias revelaram-se incapazes de restaurar o circuito do crédito – objetivo maior do New Deal.” (Mazzucchelli, 2009:241-242).

Ainda assim, na análise de Mazzucchelli (2009), as políticas monetárias americanas, mesmo não tendo êxito em reconstituir o circuito do crédito, cumpriu um “papel satisfatório na recuperação que se assistiu entre 1933 e 1937”⁴¹. Para o autor, reestimular o crédito era “uma tarefa que transcendia os limites da política monetária”⁴², sendo influenciado, então, por diversos fatores econômicos – inclusive de natureza fiscal.

A Crise de 1929 teve como principal vítima o sistema financeiro americano. E um dos maiores triunfos da recuperação econômica dos Estados Unidos foi a regulamentação deste sistema – esta creditada ao New Deal⁴³. Segundo Mazzucchelli (2009)⁴⁴, o Glass-Steagall Banking Act de 1933 instaurou uma série de medidas que terminavam em:

- (i) Separar os bancos comerciais dos bancos financeiros, separando assim a atividade bancária tradicional (depósitos e empréstimos) da atividade financeira, de maior risco;
- (ii) Assegurar os depósitos bancários, através da criação *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC). Os depositantes, assim, possuíam maior conhecimento dos usos de seus recursos;
- (iii) Proibir o pagamento de juros em cima dos depósitos à vista, e a determinar tetos de pagamento de juros sobre os depósitos a prazo. Esta medida, definida como

⁴¹ Mazzucchelli (2009:242).

⁴² Mazzucchelli (2009:242).

⁴³ Mazzucchelli (2009:242).

⁴⁴ Mazzucchelli (2009:243).

Regulation Q, impediu a forte concorrência bancária via juros, esta sendo transferida para a qualidade dos serviços prestados ⁴⁵;

Com o *New Deal*, o sistema bancário norte-americano se estabilizou e tornou-se extremamente regulado. Paralelamente, o governo Roosevelt centralizou as decisões acerca das políticas monetárias em todas as suas dimensões ⁴⁶.

1.3.2 – As desvalorizações e a Fuga de Capitais

As desvalorizações não se mostraram suficientes para atingir o objetivo de conter a fuga de capitais. Ela pode ser o remédio adequado para um persistente déficit no balanço de pagamentos – via conta corrente, incentivando as exportações e diminuindo as importações – mas tornava-se incoerente para conter a fuga de capitais. Além de aumentar o custo da dívida externa, as desvalorizações foram feitas em um ambiente de completa *liberalização* nas transações financeiras. Com isso, acabaram por gerar o efeito contrário. A fuga de capitais passou a ser incentivada pelas desvalorizações, pois os investidores estrangeiros se sentiram desestimulados em manter seu capital dentro de um país cuja moeda perdia valor e se tornava cada vez mais fraca e sem credibilidade no comércio internacional.

Apesar disso, notamos, portanto, que no início dos anos trinta, houve um grande número de países que persistiram em praticar o controle de câmbio e a desvalorização de suas moedas para se recuperar da Crise de 29. Inclusive, alguns até chegaram a utilizar ambas as medidas, em momentos distintos. Na Europa, uma série de países que praticaram o controle de câmbio no final de 1931, incluindo a Dinamarca, Estônia, Grécia e Portugal, já tinha desvalorizado suas moedas ou viria a desvalorizar futuramente. Na América, a maioria das repúblicas latino-americanas cujas moedas depreciaram em 1929 e 1930 adotou restrições cambiais em 1931 ou 1932, mesmo que ineficazes. Enquanto os países europeus e os Estados Unidos promoviam as desvalorizações

⁴⁵ Mazzucchelli (2009:244).

⁴⁶ Mazzucchelli (2009:245).

competitivas, controlando racionalmente suas taxas de câmbio, os países latino-americanos, que não possuíam autonomia monetária suficiente para controlar o valor de suas moedas, viam-nas ganhando valor no mercado internacional.

A deficiência das desvalorizações na contenção das fugas de capitais é explicitada pelo trecho abaixo do relatório feito pela League of Nations (1944). Este defende que um país sofrendo fuga de capitais, em tempos de depressão, se vê forçado às políticas de desvalorização de moeda, principalmente para se proteger das deflações globais e para equilibrar seu saldo em conta corrente. Porém, uma fuga repentina e massiva de capitais ocasiona na saída de ouro e de reservas cambiais de um país, independente do grau de deflação aplicada por este.

“The desire to prevent certain types of capital export in certain circumstances is understandable. A country suffering a capital outflow in time of depression is compelled not merely to keep in step with deflation abroad but to deflate to an even greater degree; or else it will be denuded of the international currency it normally requires for multilateral transactions in its foreign trade and for the settlement of temporary discrepancies in its current balance of payments. Indeed, sudden mass movements of capital funds are liable to sweep away a country’s gold and exchange reserves whatever the degree of deflation enforced by that country.” (League of Nations, 1944:162).

Contudo, sob esta política de desvalorização “unilateral”, a fuga de capital tornava-se sujeita à “força de vontade” dos capitalistas em exportar capital, influenciada principalmente pela magnitude dos riscos que eles tinham conhecimento. Logo, quanto mais os capitalistas se sentissem na necessidade de movimentar seus investimentos, com a consciência dos riscos que tal ação poderia gerar, mais eles burlariam as restrições e desobedeceriam as proibições à exportação de capital. E mesmo se todo vazamento fosse contido e fiscalizado, a fuga persistiria na forma de bens domésticos e outros ativos reais. Como podemos verificar no trecho do League of Nations (1944) abaixo, este aumento na velocidade de circulação das mercadorias tenderia a aumentar os preços, prejudicando o comércio internacional, de modo que a tensão não seria suprida, e sim deslocada da conta de capitais para a conta corrente do balanço de pagamentos.

“At a time of depression such an increase in the domestic velocity of circulation may be welcomed by the monetary authorities. But it may tend to raise or keep up prices and consequently upset the trade balance, so that the strain is not suppressed, but merely shifted from the capital account of the balance of payments to the current account.”(League of Nations, 1944:165-166).

O contexto de depressão, deflação persistente e incertezas gerou uma psicologia especulativa que fez com que os capitalistas, ao menor estímulo, iniciassem um processo de exportação de capitais. Com isso, políticas que visavam o aumento da taxa de juros (como as empregadas principalmente pela Inglaterra nos primeiros meses de desvalorização) se tornavam inúteis para barrar tal fuga. Ao contrário, um aumento na taxa de juros, por abalar as expectativas futuras, tornou-se propenso a produzir o efeito oposto. “É o medo de perda de capital, e não a atração de retornos dos juros, que se torna o motivo dominante em tais circunstâncias.”⁴⁷.

1.3.3 – A falta de cooperação internacional

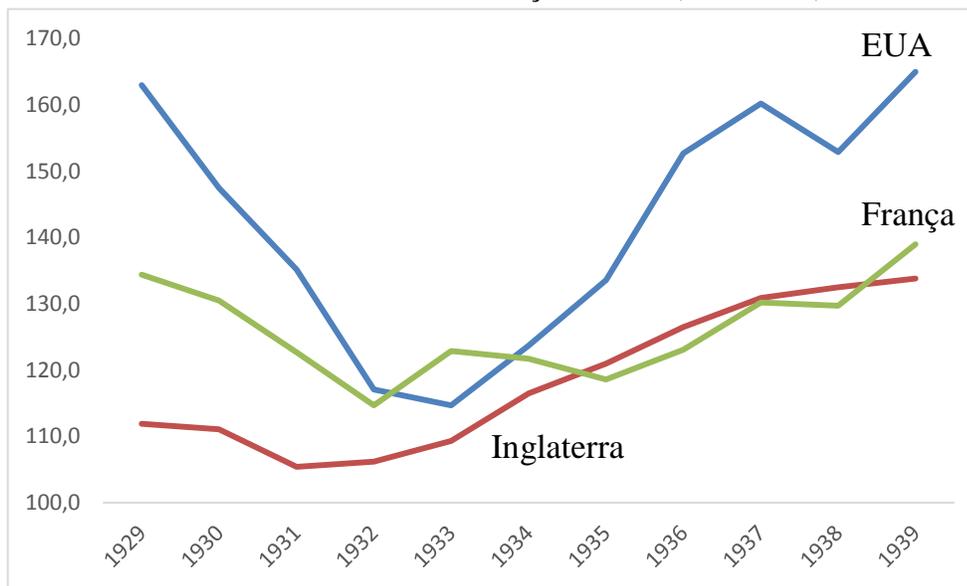
No que diz respeito à recuperação dos países da Grande Depressão, não podemos negar que as desvalorizações tiveram certa eficácia. A própria coincidência entre o início das desvalorizações e o início da recuperação econômica explicita este fato. Como podemos comprovar pelo Gráfico 1.1 abaixo, a Inglaterra, após iniciar as desvalorizações em 1931, apresentou um progresso em sua recuperação. Os Estados Unidos, em 1933, também. A depressão não atingiu tão fortemente os bancos ingleses, como no caso dos bancos americanos e alemães. Este fator contribuiu, somado à desvalorização, para uma maior recuperação inicial inglesa⁴⁸. A França, mesmo que tardiamente, e prejudicada claramente por este atraso, apenas apresentou um sinal de melhora depois de desvalorizar o franco, em 1936. Portanto, nas palavras de Eichengreen (2000), “a desvalorização da moeda na década de 30 foi parte da solução para a depressão, e não do problema.”⁴⁹.

⁴⁷ League of Nations (1944:164), tradução própria.

⁴⁸ Mazzucchelli (2009:121).

⁴⁹ Eichengreen (2000:128).

Gráfico 1.1 – Índice de Evolução do PIB (1913 = 100)



Fonte: Mazzucchelli (2009: 97).

Pelo gráfico, também podemos verificar que os Estados Unidos apresentaram um crescimento mais acentuado que a Inglaterra e a França. O *New Deal*, segundo Mazzucchelli (2009) ⁵⁰, teve forte influência nessa liderança. A recuperação inglesa ficou na posição intermediária, tanto pela incapacidade de reduzir o desemprego (7,2% em 1929, saltando para 14,8% em 1931 ⁵¹), quanto pelo baixo crescimento da produção industrial (entre 1922 e 1929, 35%, e entre 1932 e 1939, 41% ⁵²), assim como por não ter utilizado uma política fiscal de maneira mais ampla, como a Suécia, Estados Unidos e Alemanha ⁵³. Como já dito, a França, atada ao padrão-ouro, só apresentou qualquer indício de recuperação depois de promover a desvalorização de sua moeda.

A ineficiência das desvalorizações na recuperação econômica mundial viria de um dos maiores problemas que surgiu depois da Primeira Grande Guerra: a falta de cooperação internacional. No período do entre-guerras, as políticas cambiais, tanto dos que aplicavam as desvalorizações quanto dos que mantinham o controle cambial, foram tomadas unilateralmente.

⁵⁰ Mazzucchelli (2009:121).

⁵¹ Mazzucchelli (2009:121).

⁵² Mazzucchelli (2009:121).

⁵³ “A Inglaterra não praticou, contudo, uma política fiscal expansionista. Ao contrário do que viria ocorrer na Alemanha, na Suécia e nos EUA (...), prevaleceu na Inglaterra a fê mítica na virtude dos orçamentos equilibrados.” Mazzucchelli (2009:124); e “A recuperação da economia britânica nos anos 1930, em verdade, não guardou nenhuma relação com a política fiscal. Esta foi intencionalmente passiva.” Mazzucchelli (2009:124).

Isto é, o país que a aplicava visava unicamente o interesse próprio, impedindo, ao menor indício, a sua fuga de capitais, sem nenhum tipo de coordenação conjunta aos países “receptores” deste capital. O trecho de Eichengreen & Sachs (1985) abaixo explicita que não houve políticas internacionais de recuperação conjuntas e globalizadas, no que diz respeito ao câmbio e desvalorizações, e este é um dos principais motivos dos benefícios de tais medidas terem sido drasticamente reduzidos.

“This much, however, is clear. We do not present a blanket endorsement of the competitive devaluations of the 1930s. Though it is indisputable that currency depreciation conferred macroeconomic benefits on the initiating country, because of accompanying policies the depreciations of the 1930s had beggar-thy-neighbor effects. Though it is likely that currency depreciation (had it been even more widely adopted) would have worked to the benefit of the world as a whole, the sporadic and uncoordinated approach taken to exchange-rate policy in the 1930s tended, other things being equal, to reduce the magnitude of the benefits.” (Eichengreen & Sachs, 1985:946)

De acordo com o trecho de Eichengreen (2000) abaixo, a adoção de políticas mais expansionistas, principalmente visando o mercado aberto, teria intensificado os efeitos positivos das desvalorizações. Com isso, a demanda agregada, claramente contraída pela crise, teria se expandido. Porém, o temor da inflação por diversos países ⁵⁴, mesmo no ambiente de recessão que o mundo se encontrava, impedia que estas políticas expansionistas fossem aplicadas em uma maior magnitude. Logo, os países que desvalorizavam suas moedas – redirecionando assim sua demanda aos produtos nacionais – satisfizeram a necessidade de dinheiro por meio da importação de capitais e atração de reservas do exterior. Caso houvesse este expansionismo, o aumento da demanda por moeda poderia ser sanado pela expansão do crédito doméstico, ao invés de exigir esforços na atração de capital, ouro e divisas do exterior. Caso tivesse havido uma maior interação entre as restrições às fugas de capitais, por parte dos “capital-losing countries”, com as políticas dos “capital-receiving countries” ⁵⁵, o resultado para a depressão mundial teria sido, de fato, mais satisfatório. Os países do bloco do ouro, então, não teriam sofrido a perda vertiginosa de suas reservas de ouro.

⁵⁴ Excetuando, neste caso, os Estados Unidos e a Grã Bretanha.

⁵⁵ Termo utilizado por League of Nations (1944).

“A desvalorização teria exercido efeitos mais vigorosos se a decisão de abandonar o padrão ouro tivesse provocado a adoção de políticas mais expansionistas. Se os bancos centrais tivessem iniciado programas agressivos de operações expansionistas de mercado aberto, o problema da demanda agregada inadequada teria sido eliminado mais rapidamente. O crescimento na demanda por dinheiro que acompanhou a recuperação poderia ter sido satisfeito por uma expansão do crédito doméstico, em vez de exigir importação adicional de ouro e capital do exterior. Isso teria reduzido as perdas de ouro sofridas por países que continuaram aderindo ao ouro, atenuando os efeitos da assim chamada desvalorização ‘empobreça-o-próximo’.”(Eichengreen, 2000:128).

Todavia, como explica Eichengreen (2000) abaixo, houve algumas tentativas de coordenação internacional por parte dos Estados Unidos, Inglaterra e França, porém frustradas. As interpretações das vantagens ou desvantagens de uma expansão monetária divergiam muito entre as ideologias dos países do bloco do ouro, da libra e do dólar, o que impossibilitava uma ação conjunta entre eles. Logo, a falta de cooperação tornava a desvalorização um problema, e não uma solução.

“O padrão ouro e a reflução poderiam ter coexistido. Porém, não foi possível articular medidas reflacionárias sob coordenação internacional. Estados Unidos, França e Grã Bretanha não conseguiram chegar a um consenso em torno de uma ação conjunta. Em particular, os esforços desses países em chegar a um acordo durante a Conferência Econômica de Londres, em 1933, não produziram nenhum resultado. Os franceses, preocupados com a inflação da década de 20, rejeitaram a reflução monetária, considerando-a uma fonte de excessos especulativos e instabilidade econômica – ou seja, encarando-a mais como parte do problema do que da solução. Os britânicos recusaram-se a vincular suas políticas às de um parceiro estrangeiro, cujas intenções viam com desconfiança. Os Estados Unidos recusaram-se a esperar.

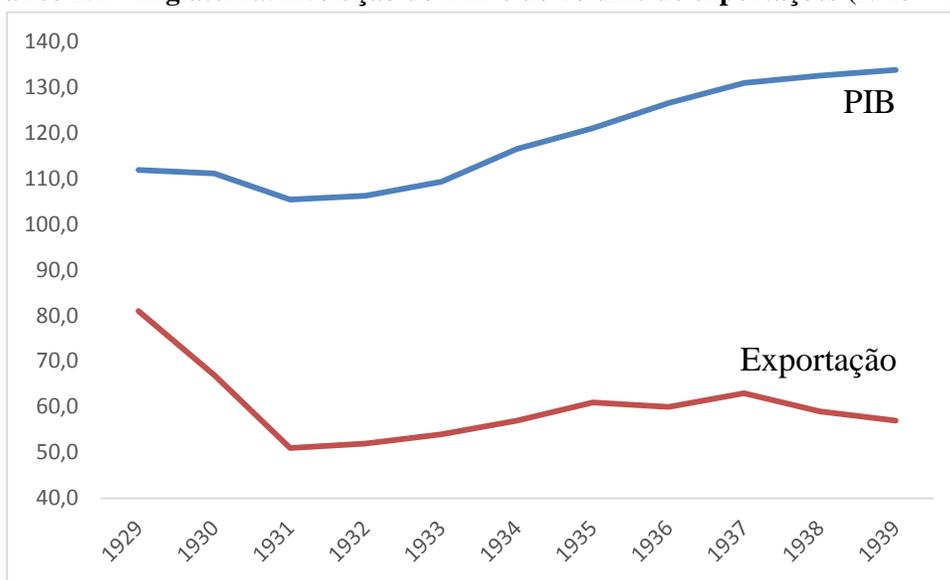
Por essa razão, as medidas reflacionárias adotadas na década de 30 foram decididas unilateralmente. Inevitavelmente, elas envolviam a desvalorização da moeda.” (Eichengreen, 2000:127).

Além dos seus efeitos nas fugas de capitais, as desvalorizações tinham fortes impactos no comércio mundial. Políticas cambiais são equivalentes, na grande maioria das vezes, às políticas protecionistas. A desvalorização cambial pode ser facilmente considerada como um subsídio

comercial às exportações, assim como força os outros países a se fecharem para os produtos importados, de modo a barrar um déficit comercial exagerado. Nos anos 30, então, a taxa de câmbio administrada diretamente pelos bancos centrais gerou pressões protecionistas pelo mundo inteiro, e principalmente na Europa. Com as desvalorizações inglesa e americana, a França e a Bélgica (bloco do ouro), por exemplo, foram levadas a aumentar suas tarifas alfandegárias para produtos importados, visando diminuir sua quota de importação, mas principalmente para defender suas moedas supervalorizadas, cujo câmbio estava fixo ao ouro.

As exportações não tiveram estreita ligação com a recuperação inglesa. Pelo Gráfico 1.2 abaixo, a trajetória oscilatória da evolução das exportações inglesas não acompanha a tendência ascendente do PIB inglês.

Gráfico 1.2 – Inglaterra: Evolução do PIB e do volume de exportações (1913 = 100)



Fonte: Mazzucchelli (2009:126).

Com isso, podemos verificar, assim como o faz Mazzucchelli (2009) ⁵⁶, que as desvalorizações da libra influenciou principalmente as políticas monetárias domésticas e o aumento do mercado interno, e não o aumento do comércio internacional. Ainda nas palavras de Mazzucchelli (2009), no trecho abaixo, a contração mundial do comércio e o protecionismo

⁵⁶ Mazzucchelli (2009:126-127).

criaram um ambiente que tornava o crescimento via exportação improvável. O mercado inglês foi voltado principalmente para a “área da libra”, ou seja, com os efeitos da desvalorização nulos pelo fato da moeda dos países deste bloco terem lastro na própria libra. Posteriormente, a desvalorização das moedas dos países do bloco do dólar anulou ou reduziu os efeitos iniciais da desvalorização da libra. Logo, as desvalorizações não trouxeram ganhos consideráveis às exportações. Diferente é o caso da política monetária, onde ao “se libertar das ‘amarras douradas’ e depreciar sua moeda, a Inglaterra pôde praticar uma política sistemática do *cheap money*”⁵⁷, resultando em benefícios fundamentais na recuperação inglesa.

“Se é verdade que a desvalorização de 1931 e as tarifas de 1932, de uma perspectiva geral, estimularam as exportações e inibiram as importações, não se deve perder de vista que o comércio exterior britânico nos anos 1930 se direcionou crescentemente para o Império e para a ‘área da libra’, o que tendia a neutralizar os efeitos da desvalorização. Mais ainda, a desvalorização das demais moedas até o final de 1933 (a exceção é o ‘bloco do ouro’) anulou ou reduziu os ganhos iniciais da desvalorização da libra. A contração mundial do comércio e o protecionismo generalizado, por fim, forjaram, um quadro desfavorável ao crescimento das exportações.” (Mazzucchelli, 2009:126-127).

Enfim, apenas em 1936 que os Estados Unidos, Inglaterra e França finalmente entraram em um acordo. Tendo em vista a hostilidade imposta pela Alemanha com seu aumento bélico e territorial, a eclosão de uma nova guerra tornava-se cada vez mais evidente na Europa. No Acordo Tripartite, como fora chamado, a França “comprometeu-se a limitar a desvalorização do franco em troca do compromisso dos Estados Unidos e da Inglaterra de responder a uma desvalorização com outra”⁵⁸. Seu objetivo principal era o de reconstruir o sistema de comércio multilateral que havia sido dilacerado no entre-guerras, e com isso diminuir os conflitos comerciais e “fomentar a cooperação entre os países que compartilhavam um interesse em conter as ambições expansionistas da Alemanha”⁵⁹.

⁵⁷ Mazzucchelli (2009: 127).

⁵⁸ Eichengreen (2000:129).

⁵⁹ Eichengreen (2000:129).

1.4 – Considerações Finais

A tentativa de reintroduzir o padrão-ouro após a Primeira Guerra Mundial enrijeceu as políticas monetárias dos países, principalmente àqueles que visavam restabelecer as paridades anteriores a esta guerra. O maior poder político que a população adquiriu durante a guerra não permitiu o livre uso de políticas recessivas pelos países que desejaram sustentar o Padrão. A falta de cooperação internacional nos anos 20 minou a confiança da população neste sistema monetário. O padrão-ouro já estava sepultado antes mesmo de ser revivido naquela década.

Ainda assim, ou se ser reinstaurado, os determinantes que o Padrão gerava sobre as políticas monetárias dos países tiveram forte influência na eclosão da Crise de 29, assim como na demora dos países centrais em utilizar políticas de recuperação. Estas viriam apenas quando esses países decidiram abandonar o padrão-ouro: Inglaterra em 1931, Estados Unidos em 1933, e França em 1936.

Uma vez livre das “amarras do ouro”, Estados Unidos e Inglaterra, dentre outros, puderam utilizar suas políticas monetárias sem restrições. Sendo assim, iniciaram políticas de expansão monetária, visando afastar a deflação e fomentar o mercado interno. Tais políticas tiveram como resultado as desvalorizações de suas moedas, imprimindo em vantagens comerciais em comparação aos países que não tinham capacidades e autonomia para desvalorizar suas próprias moedas. Iniciara, então, o período conhecido como Guerra Cambial, onde os países centrais competiam em qual conseguiria praticar o maior nível de desvalorização de suas moedas e afastar “a pobreza para o vizinho”.

O que procuramos comprovar por este capítulo foi que o objetivo dos países em sua recuperação era reviver o mercado interno. As desvalorizações, e com isso, as vantagens comerciais, eram consequências destas políticas e não o objetivo final. Sendo assim, como visavam apenas sua situação interna, mesmo que isto significasse “empobrecer o vizinho”, as desvalorizações não obtiveram resultados melhores do que se fossem aplicadas de maneira coordenada entre os países.

Finalizando, o problema dos anos 20 se repetiria nos anos 30. A falta de cooperação nas políticas internacionais tornou a desvalorização em um agente que aumentaria a crise,

principalmente nos países periféricos. Estados Unidos e Inglaterra, realmente, apresentaram certa recuperação ao desvalorizar. Logo, o erro não estava em praticar esta política. Todavia, se suas atitudes fossem tomadas visando a recuperação mundial, e não apenas sua própria situação doméstica, seria possível tirar o mundo da recessão gerada pela Crise de 29 consideravelmente mais cedo, e não apenas depois da Segunda Guerra Mundial.

Capítulo II – O Pós-Crise de 2008 e a nova Guerra Cambial

2.1 – Apresentação do Capítulo

A Crise de 2008 gerou um pânico no mercado financeiro mundial, em uma dimensão que não se vira desde 1929. No dia 15 de setembro de 2008, o colapso do banco Lehman Brothers decretava, sem margem para dúvidas, que entrávamos em uma crise mundial, e que esta teria potencial para atingir proporções trágicas. Todavia, como explicita Mazzucchelli (2013), a resposta dos governos centrais foi imediata (ver Quadro 2.1), de modo a socorrer as grandes instituições – tanto bancos quanto outros setores, como a indústria automobilística e seguradoras – injetando liquidez no sistema internacional. Por conta disso, o resultado foi o do aumento das dívidas públicas dos países europeus e dos Estados Unidos, em troca de não permitir que tal crise viesse a patamares catastróficos.

“A diferença entre os dois processos reside na resposta dos governos à crise: enquanto no início dos anos 1930 a intervenção governamental foi tardia, insuficiente e reiteradamente equivocada, na atual crise a intervenção foi pronta e contundente, destinada – acima de tudo – a socorrer as grandes instituições em apuros. Este ponto merece ser sublinhado: foi unicamente em decorrência da injeção maciça de recursos públicos – direcionados ao salvamento das instituições financeira à beira da insolvência – que a crise atual não se transfigurou em uma tragédia de proporções incalculáveis. O resultado, previsível, foi a expressiva elevação da dívida pública nos EUA e na Europa”(Mazzucchelli, 2013:1)

Quadro 2.1 – Pacotes de socorro à Crise em 2008

	set/08	out/08	nov/08
Estados Unidos	Pacote de 180 bilhões de dólares coordenado com diversos outros bancos centrais 85 bilhões de dólares usados na compra de ações da AIG (seguradora)	Pacote de 700 bilhões de dólares para estabilizar o mercado financeiro Pacote de 250 bilhões de dólares usados para compra de ativos de empresas financeiras	Compra de 20 bilhões em ações do Citigroup Pacote de 600 bilhões de dólares para compra de dívidas hipotecárias Pacote de 200 bilhões de dólares para compra de ativos atrelados às dívidas de consumidores
União Europeia	Pacote de 40 bilhões de dólares coordenado com diversos outros bancos centrais	Pacote de 2,5 trilhões de dólares para o resgates de empresas financeiras	
Inglaterra	Pacote de 40 bilhões de dólares coordenado com diversos outros bancos centrais	Pacote de 50 bilhões de libras para compra de ações de bancos britânicos Liberado 200 bilhões de libras na forma de crédito de longo prazo	
Japão	Pacotes de ajuda diários, totalizando mais de 332 bilhões de dólares	Pacote de 277 bilhões de dólares em cortes de impostos, ajuda direta ao consumidor e crédito a pequenas empresas	
China		Pacote de mais de 290 bilhões de dólares para construção de ferrovias	Pacote de mais de 580 bilhões de dólares para reaquecer a economia chinesa

Fonte: *Elaboração própria.*

2.2 – Os Países Centrais: o afrouxo monetário e as desvalorizações

A crise impactou negativamente nas expectativas de inúmeros países, principalmente nos Estados Unidos, Europa e Japão. O caos financeiro indicava que um risco de uma deflação era iminente. Segundo Brahmhatt, Canuto, & Ghosh (2010), o resultado de uma deflação é a queda da demanda agregada, uma vez que gera uma “angústia financeira”, abaixando ainda mais o consumo das famílias e forçando as empresas a cortarem investimentos ou a saírem do mercado.

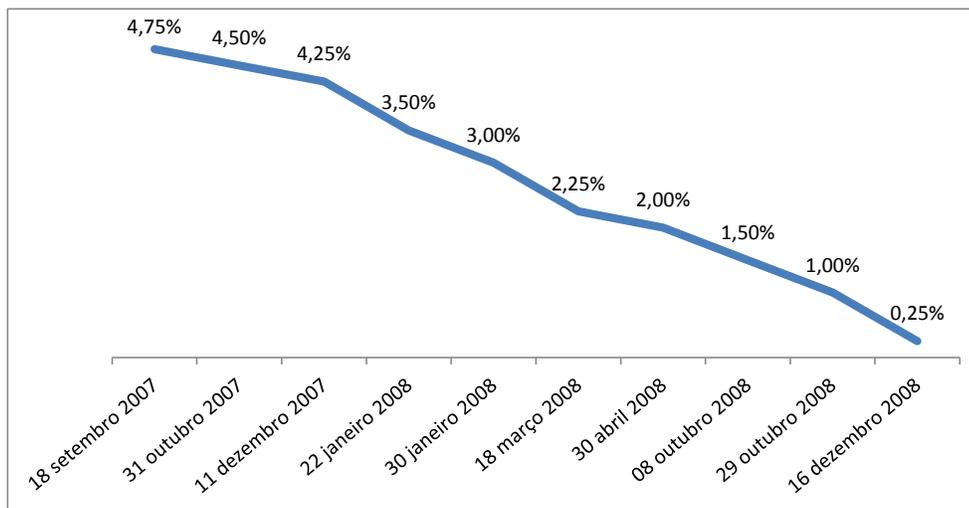
“Deflation increases the real burden of households’ and firms’ net nominal debts. Debt deflation increases financial distress, causing households to cut consumption and

firms to cut investments or go out of business. Financial sector fragility increases as the nominal value of bank collateral and borrowers' debt-servicing capacity falls. Although some creditors may gain from deflation, bankruptcies and restructurings destroy real resources.”(Brahmbhatt, Canuto, & Ghosh, 2010:2)

Além dos pacotes de resgate econômico e liquidez descritos no Quadro 2.1 acima, a tentativa de corrigir a diminuição da demanda que a crise provocara foi feita, também, pela diminuição da taxa de juros. Uma diminuição da taxa de juros faz com que o custo de empréstimos fique mais barato, propiciando às empresas um fácil acesso a investimentos, e às famílias acesso a crédito para o consumo. Logo, o objetivo era reaquecer o consumo e o investimento, e afastar o fantasma da deflação. Para Brahmbhatt, Canuto, & Ghosh (2010), porém, quando as taxas de juros destes países se tornaram próximas de zero – como foi o caso dos Estados Unidos no final de 2008, Inglaterra em março de 2009, União Europeia em meados de 2012 e 2013, e Japão durante toda a década (ver Gráficos 2.1, 2.2, 2.3 e 2.4) – não havia mais espaço para mais redução.

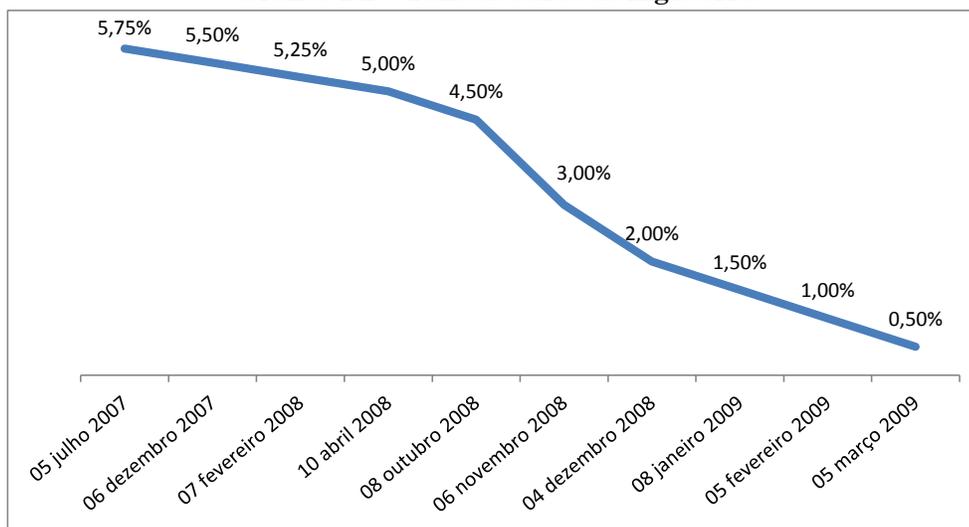
“The key concern about deflation arises because nominal interest rates cannot fall below zero. Significant price deflation (even if completely anticipated) means that real interest rates will remain high despite recession, further depressing demand and employment.”(Brahmbhatt, Canuto, & Ghosh, 2010:2).

Gráfico 2.1 – Taxa de Juros dos Estados Unidos



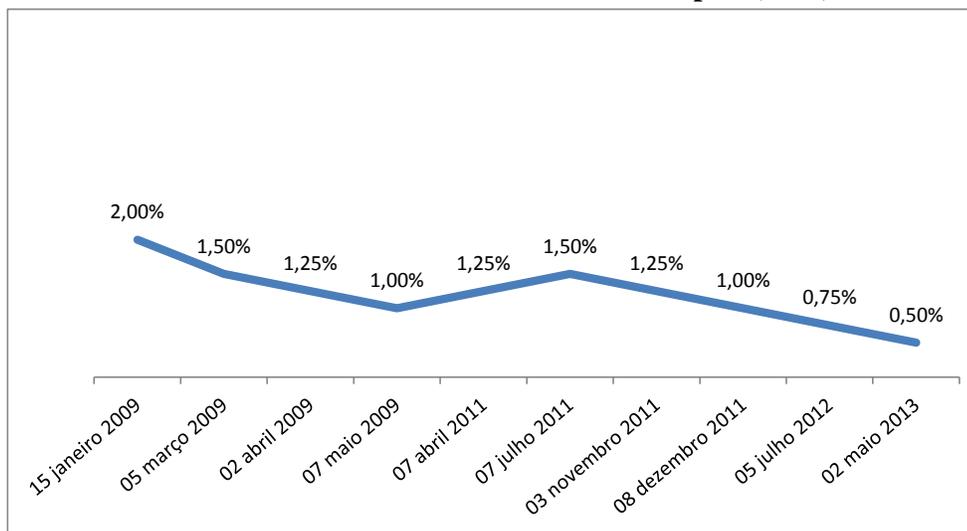
Fonte: Global Rates.com

Gráfico 2.2 – Taxa de Juros da Inglaterra



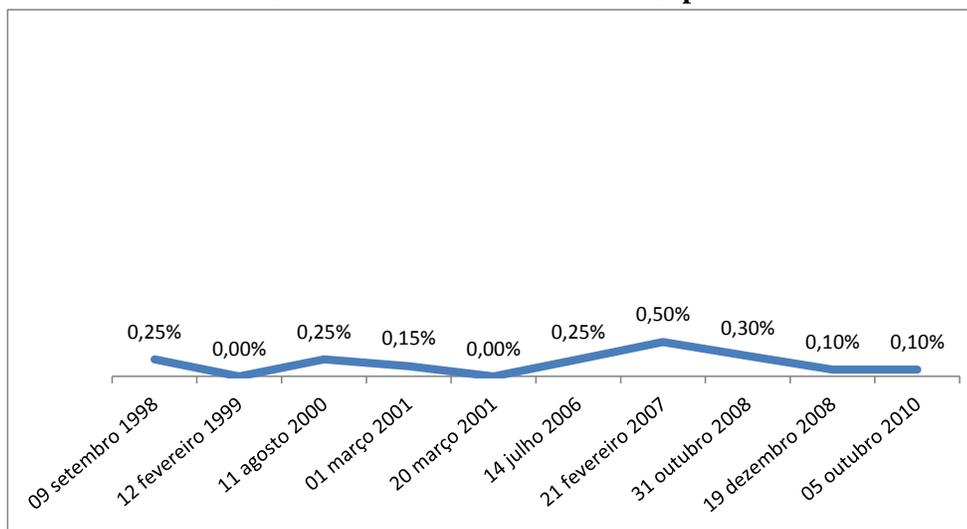
Fonte: Global Rates.com

Gráfico 2.3 – Taxa de Juros da União Europeia (BCE)



Fonte: Global Rates.com

Gráfico 2.4 – Taxa de Juros do Japão



Fonte: Global Rates.com

Como indica Eichengreen (2012), a diminuição do custo do crédito e o aumento do investimento em um país cuja taxa de juros já está próxima de zero deve ser feito por meio da inflação. Inflacionando a economia, com a taxa de juros fixa em um mesmo patamar, os juros reais deste país diminuem, diminuindo o custo do crédito e aumentando, por fim, os componentes da demanda agregada (consumo e investimento). E para que ocorresse o crescimento da demanda doméstica, e assim a inflação, a desvalorização cambial era o melhor caminho.

“Para as economias nessa situação, uma taxa de câmbio mais desvalorizada é exatamente o que o médico recomendou. Impulsiona as exportações quando a demanda doméstica é fraca.

Além disso, reduzir a taxa de câmbio é uma maneira de o banco central indicar que leva a sério o cumprimento da sua meta de inflação. No momento [dezembro de 2012], o problema nos países avançados é que a inflação está baixa demais; a inflação tem ficado abaixo das metas. Como os juros estão quase em zero, elevar a taxa de inflação é a única maneira de reduzir significativamente a taxa de juro real - ou seja, de cortar os custos de fato do crédito e do investimento.

Assim, é bastante concebível que em 2013, de forma semelhante, vejamos os bancos centrais de países avançados usarem a desvalorização cambial para sinalizar compromisso com inflação mais alta” Eichengreen (2012).

Brahmbhatt, Canuto, & Ghosh (2010) e Pettis (2013) argumentam no mesmo sentido que Eichengreen (2012). Para eles, a expansão monetária tem como principal objetivo o aumento da demanda doméstica, e não a desvalorização. O crescimento do mercado doméstico é um quesito necessário para livrar este país de uma recessão, e com isso, o principal objetivo dos pacotes de expansão monetária.

“One of the arguments raised against the Federal Reserve’s new program is that it is a beggar-thy-neighbor policy aimed at devaluing the dollar. This note has cited reasons to think that the central bank is easing primarily to strengthen U.S. domestic demand and ward off deflation, with a weaker dollar being a side effect. It is also noteworthy that the Federal Reserve is not intervening in the foreign exchange market to weaken the dollar.” (Brahmbhatt, Canuto, & Ghosh, 2010:2).

Para Pettis (2013), a Guerra Cambial pós-crise de 29 não foi feita pelas vantagens comerciais, assim como não estava sendo depois da Crise de 2008. Isto é, o objetivo das desvalorizações não era, primariamente, o aumento das exportações, e sim o de reaquecer a economia interna. As desvalorizações eram, então, um efeito colateral.

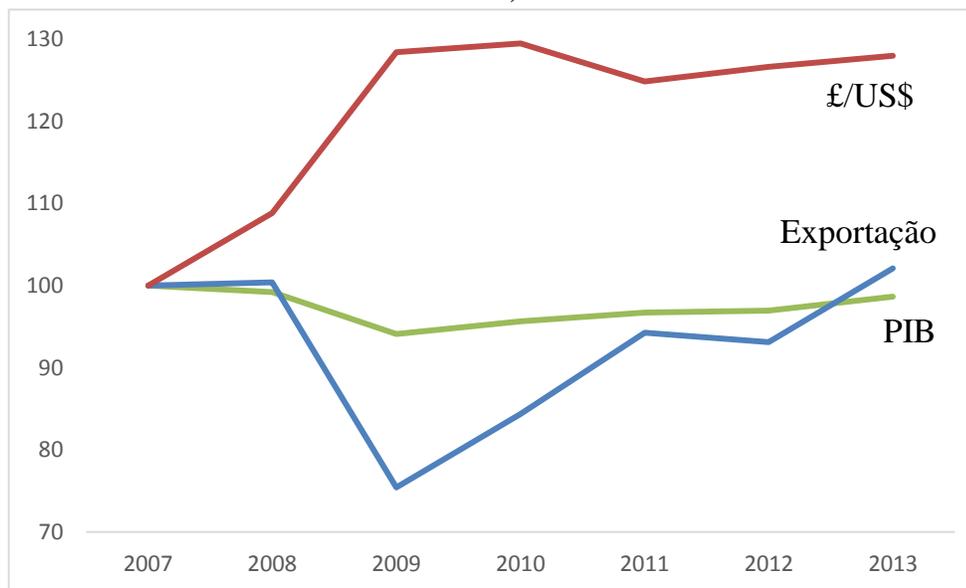
“Na década de 30 a guerra cambial não foi feita para tirar vantagens comerciais. Isso está ocorrendo de novo. Os japoneses não estão expandindo a oferta de dinheiro para desvalorizar o iene, mas para gerar crescimento doméstico, e isso tem como consequência a desvalorização do iene. Os EUA não estão engajados em expansão monetária

quantitativa [“quantitative easing”] *porque estão tentando desvalorizar o dólar, mas porque acreditam que isso é necessário para evitar uma crise financeira. Mas, não importa a intenção, isso vai ter impacto no comércio. Uma vez que isso começa, os países que não jogam o jogo [a Guerra Cambial] terminam sendo os perdedores.*” Pettis (2013).

Os Gráficos 2.5 e 2.6 abaixo nos permitem esta mesma interpretação. Podemos verificar que a tendência da variação das exportações, no caso da Inglaterra, foge da tendência apresentada pelo PIB inglês. Entre 2007 e 2013, apesar de variarem em mesmo sentido, o PIB e o nível de exportação apresentam variações que não expressam alguma correlação, pois o primeiro, após a queda em 2009, segue uma trajetória de crescimento ínfimo até 2013, e o segundo apresenta variações mais agudas e crescimento em quase toda série, a exceção nos anos de 2009, quando chegou a quase 75% do valor de 2007, e de 2012, quando chegou a 93%. Entre 2011 e 2012, a falta de correlação fica visível quando o PIB inglês sobe (de 96,7% para 97% de 2007) e as exportações caem (de 94,2% para 93,1% de 2007).

Outro fator a se considerar é o fato de que a libra esterlina se desvalorizou perante o dólar em toda a série analisada, em relação a 2007. Entretanto, como já dito, as exportações inglesas não apresentaram crescimento em todo o período. Inclusive, um dos anos de maior desvalorização da libra foi exatamente o que apresentou menor nível de exportações (2009). Nos anos seguintes, as exportações cresceriam (com exceção de 2012), enquanto a desvalorização da libra diminuiria em 2011 (124,9% de 2007), e voltaria a crescer em 2012 (126,7% de 2007) e 2013 (128% de 2007), mas jamais chegando ao nível de 2009 e 2010 (128,5% e 129,5%, respectivamente).

Gráfico 2.5 – Inglaterra: Evolução do PIB, do volume de exportações e do câmbio £/US\$ (2007 = 100)



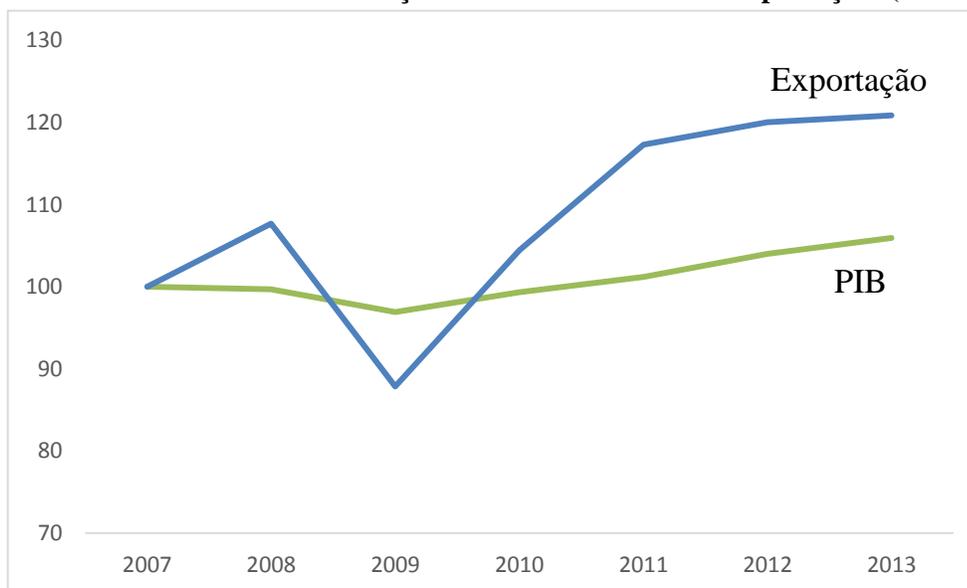
Fonte: UNCTAD (média anual - PIB e exportações a preços constantes de 2010).

O comportamento do PIB dos Estados Unidos é semelhante ao do inglês. Nos anos apresentados, a queda mais considerável foi em 2009 (97% de 2007), e o maior pico foi em 2013 (106%). E assim como no caso inglês, a tendência que o nível de exportações apresenta não nos permitiu relacioná-lo com a variação do PIB. É fato que, a partir de 2009, tanto o PIB quanto as exportações cresceram. Contudo, enquanto as exportações cresceram a níveis de 4% (2010), 17% (2011) e 21% (2012) em relação a 2007, o PIB expressava um tímido crescimento de 1% (2011) e 4% (2012).

Já acerca da desvalorização do dólar e das exportações, realmente, entre os anos de 2009 e 2011 foi onde houve maior desvalorização do dólar (ver Gráficos 2.10 e 2.11 na seção seguinte). E fora nestes mesmos anos em que as exportações tiveram seu crescimento mais agudo. Todavia, como veremos na seção 2.5, a partir do início de 2012, o dólar voltou a se valorizar. Mesmo assim, as exportações americanas continuaram a crescer até 2013 (ano em que atingiram o maior valor da série, de 121% de 2007). Se as exportações tivessem total relação com o câmbio, com a valorização do dólar, elas deveriam diminuir, o que não ocorreu. Enfim, nos anos de 2009 até 2011 foi onde houve a maior desvalorização do dólar, e as exportações cresceram. Nos anos de 2012 e 2013, o dólar passou a se valorizar, e as exportações continuaram a crescer! Sendo assim,

as exportações americanas aumentaram em ambos os períodos, de 2009 a 2013, o que não nos permite afirmar com toda certeza que este aumento foi resultado das desvalorizações.

Gráfico 2.6 – Estados Unidos: Evolução do PIB e do volume de exportações (2007 = 100)



Fonte: UNCTAD (média anual - PIB e exportações a preços constantes de 2009).

Logo, não há indícios de que o aumento das exportações viria a ser o agente que recuperaria o PIB, vide a tendência das variações nos gráficos acima. Nem tampouco podemos dizer que as desvalorizações foram as principais responsáveis em aumentar estas exportações, vide o exemplo inglês em toda série, mais especificamente em 2009 e 2012, e dos Estados Unidos, entre 2012 e 2013 (anos em que o dólar ganhou valor e as exportações continuaram a crescer). Por outro lado, as desvalorizações não eram o foco da expansão monetária, mas era um resultado previsível. Sendo assim, não há indicativos de que comprove a ausência de intensão em estimular as exportações via desvalorizações.

Independente de não ser o principal objetivo, os pacotes de liquidez destes governos viriam a gerar as desvalorizações de suas moedas. O afrouxo monetário americano (“quantitative easing”) e europeu visavam à compra de ativos de risco e empréstimos às instituições financeiras, o que gerava liquidez ao sistema, e principalmente evitava vendas emergenciais de ativos do setor privado e prevenia a escassez de crédito. Como podemos verificar pelo trecho do Canuto (2013)

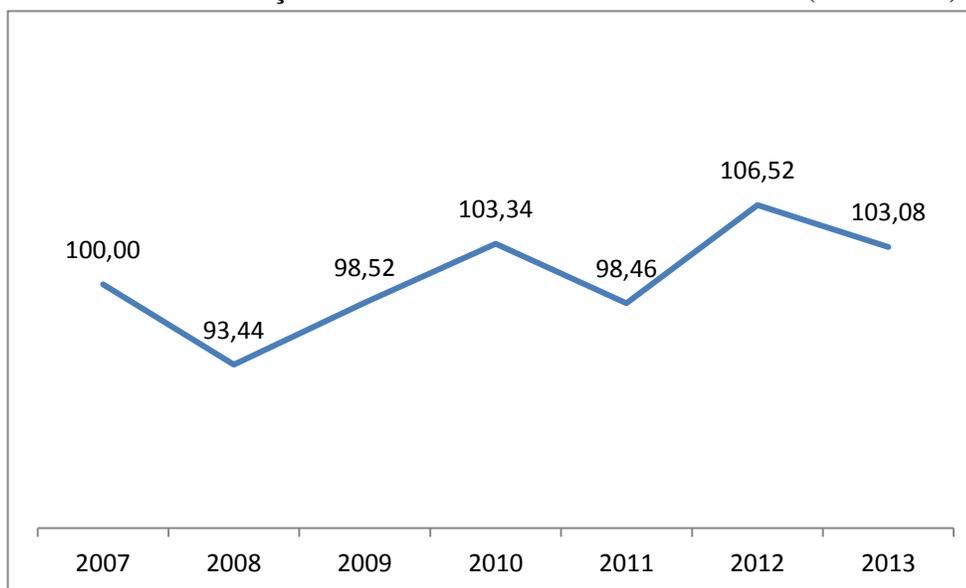
abaixo, o resultado dessa expansão monetária, então, foi o da desvalorização das moedas dos países centrais, tendo como contrapartida a valorização relativa da moeda dos países emergentes. Este cenário se aproxima da Guerra Cambial que observamos no capítulo anterior, uma vez que os países periféricos passaram a sofrer entradas maciças de capitais e valorizações de suas moedas, dificultando, assim, cobrir seus déficits no balanço de pagamentos. Verificaremos a situação deste grupo de países na próxima seção deste capítulo.

“Vários anos de políticas monetárias "ultrafrouxas" nos países avançados, entretanto, levaram a uma transferência expressiva de liquidez ao exterior, exercendo pressão excessiva sobre as moedas dos países em desenvolvimento que oferecem maior rendimento. Com os países em desenvolvimento encontrando dificuldade para impedir as entradas maciças de capital ou para mitigar seus impactos - em razão de restrições econômicas, como a inflação elevada ou a política doméstica - a metáfora das "guerras cambiais", cunhada em 2010 pelo ministro da Fazenda do Brasil, Guido Mantega¹, encontrou grande eco pelo mundo.” (Canuto, 2013).

Logo depois de iniciada a Crise e aplicado os pacotes de recuperação, ocorreu uma corrida ao dólar em virtude, principalmente, do abalo à confiança dos agentes econômicos. Isto veio a valorizar o dólar durante os meses restantes do ano de 2008. Em 2009, quando houve uma relativa melhora das expectativas, a expansão monetária americana começou a surtir efeito, e assim o dólar passou a se desvalorizar. Com exceção da Argentina, que segundo Irwin (2012)⁶⁰, seguiu a valorização do peso para limitar as importações, as moedas de países em desenvolvimento, como Brasil, Colômbia, Austrália, dentre outros, apresentaram fortes altas (ver Gráficos 2.10 e 2.11 na seção seguinte) nos anos seguintes. Através do Gráfico 2.7 abaixo, podemos ver que o euro teve uma alternância entre valorização e desvalorização, pois o BCE (Banco Central Europeu), como descrito anteriormente, também promoveu medidas de expansão monetária que seguiu a valorização da moeda europeia em relação ao dólar.

⁶⁰ “In order to prop up the peso, Argentina is rationing foreign exchange to sharply limit spending on imports, prompting foreign retaliation.” Irwin (2012).

Gráfico 2.7 – Evolução da Taxa de Câmbio do Euro em Dólar (2007 = 100)



Fonte: UNCTAD (média anual).

As políticas de expansão monetária foram mantidas e ampliadas durante anos após a eclosão da crise, mesmo depois dos temores iniciais terem sido apartados. As principais autoridades monetárias, como o FED (Federal Reserve, banco central americano) e o BCE justificaram esta continuação das políticas de expansão monetária à “fragilidade da recuperação econômica (...) e à ausência de outras alavancas que sejam igualmente fortes – como as reformas estruturais ou da política fiscal – e que possam substituir as atuais políticas monetárias com a rapidez suficiente” ⁶¹. No entanto, a liquidez gerada foi aproveitada mais pelas empresas financeiras, que passaram a se desalavancar, e pelas grandes empresas, que acumularam caixa e refinanciaram suas dívidas. Pouco destes programas de expansão monetária foi beneficiário às famílias, pequenas e médias empresas, principais responsáveis pela geração de empregos e renda.

“(...) apenas uma pequena porção da liquidez criada pelas políticas monetárias não convencionais foi canalizada em direção às famílias e às pequenas e médias empresas, que geram a maior parte dos empregos. Em vez disso, as entidades financeiras mundiais afetadas pela crise usaram a liquidez para reforçar seus esforços de desalavancagem e reconstruir o capital, enquanto as grandes empresas acumularam grandes reservas de caixa e refinanciaram suas dívidas em condições favoráveis. Como resultado, o crescimento econômico e a criação de empregos continuam desbotados, com a disponibilidade de financiamento para investimentos de ativos produtivos de longo prazo - essencial para o crescimento sustentável - seriamente limitada.” (Canuto, 2013).

⁶¹ Canuto (2013)

Mazzucchelli (2013) argumenta de maneira semelhante a de Canuto (2013). A eclosão da crise de 2008 fez com que o crédito das instituições financeiras fosse fornecido de modo muito mais cauteloso e parcimonioso. Pelos pacotes de resgate à crise terem sido, principalmente, direcionados ao setor financeiro, tais instituições não repassaram os recursos na forma de novos empréstimos, não permitindo que os dispêndios dos governos europeus e americano se transformassem em novos gastos.

“Já os atuais aportes ao sistema financeiro norte-americano e europeu em nada contribuíram – ou contribuem – para a recuperação das economias. Os recursos empoçaram no caixa dos bancos e instituições financeiras que - avessos ao risco, após as tropelias que culminaram com a crise de 2008–tornaram-se extremamente parcimoniosos na concessão de novos créditos (sobretudo em um quadro ainda nebuloso em relação à solvência dos potenciais devedores). O resultado é que os dispêndios públicos não se materializaram em novos gastos. A despesa pública tornou-se, assim, prisioneira da armadilha da liquidez: os recursos saíram do Tesouro, migraram para os bancos privados, e não se traduziram em novos empréstimos. É exatamente por essa razão que os países que dispõem de sistemas públicos de financiamento (o caso da China é exemplar) têm melhores condições de se contrapor à crise” (Mazzucchelli, 2013:5).

Por este motivo – descrito por Canuto (2013) e Mazzucchelli (2013) acima – que “a recente elevação da dívida pública não se traduziu na expansão do produto e na redução expressiva do desemprego”⁶². A Tabela 2.1 abaixo, assim como os gráficos 2.8 e 2.9 em seguida, corrobora esta informação. De 2008 para 2009, o desemprego americano (em porcentagem de força de trabalho) foi de 5,8% para 9,3%, e no ano seguinte foi de 9,6%. Neste mesmo período, a Dívida/PIB subiu, representando, então, que tanto o desemprego quanto o PIB não estavam apresentando melhoras durante a aplicação dos pacotes de socorro a crise. Qualquer sinal de recuperação só viria em 2011 e 2012, quando o desemprego caiu para 8,9% e 8,1%, respectivamente. Ainda assim, a Dívida/PIB continuou a crescer. Mesmo apresentando os melhores valores da série, o desemprego dos anos de 2011 e 2012 ainda são valores considerados altíssimos para a economia americana.

⁶² Mazzucchelli (2013:6).

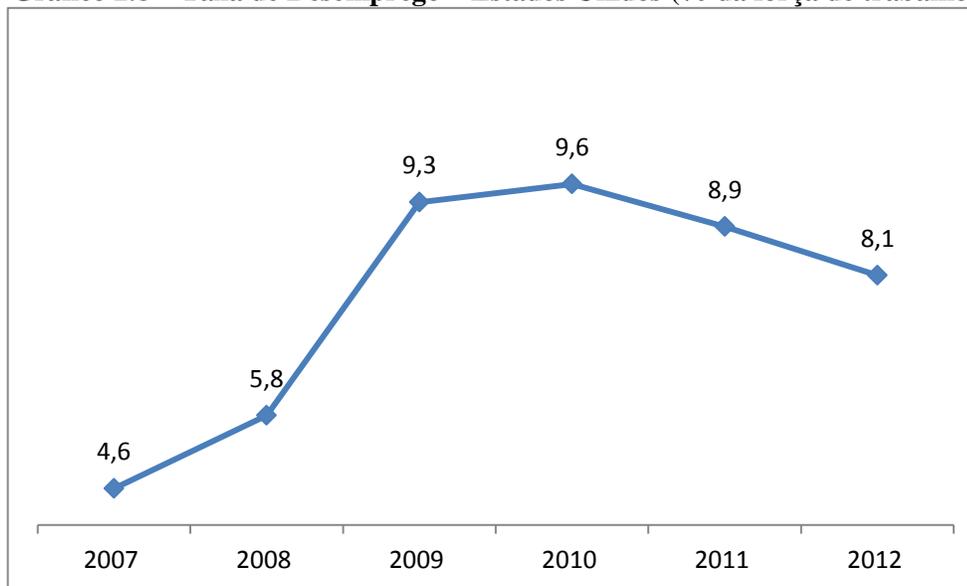
Tabela 2.1 – Dívida e Estagnação

EUA	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dívida / PIB	42,9	48,7	60,6	68,3	72,6	78,4
Variação PIB	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,5	1,8
Desemprego	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1
Inglaterra	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dívida / PIB	38,2	46,6	60,9	67,7	72,9	77,0
Variação PIB	2,7	-0,1	-4,9	1,4	1,1	1,6
Desemprego	5,4	5,6	7,5	7,9	7,7	7,8

Fonte: Mazzucchelli (2013:8). Eurostat.com.

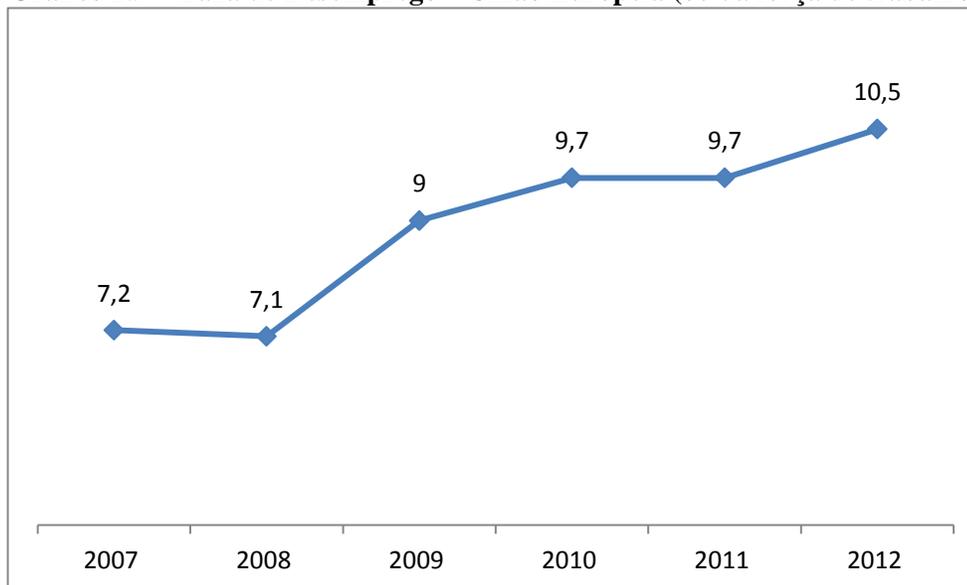
O caso europeu foi mais grave. Desde 2008, a taxa de desemprego só apresentou uma trajetória crescente, saindo de 7,1% no ano da crise, para 9,3% no ano seguinte. Em 2010 e 2011, o valor foi o mesmo (9,7%), mas já em 2012 o desemprego voltou a subir, atingindo o maior valor da série: 10,5%. A Inglaterra apresentou um desemprego crescente nos anos apresentados, e assim como no caso americano, teve uma variação ínfima no PIB e crescimento vertiginoso na relação Dívida/PIB.

Gráfico 2.8 – Taxa de Desemprego – Estados Unidos (% da força de trabalho)



Fonte: Eurostat.com

Gráfico 2.9 – Taxa de Desemprego – União Europeia (% da força de trabalho)



Fonte: Eurostat.com

2.3 – Os Países Periféricos

Se por um lado a demanda doméstica estava fraca nos países centrais, pelo outro o impacto da crise não havia sido, relativamente, tão devastador no mercado interno dos países periféricos. Segundo Pettis (2013), com a Guerra Cambial imposta, estes países possuíam duas limitações que os impediam de entrar plenamente no “jogo” das desvalorizações: a dívida externa e a inflação ⁶³. Pelo alto nível de dívida externa que possuíam os países periféricos, promover a desvalorização de suas moedas significaria aumentar o custo da dívida, uma vez que tais dívidas foram feitas, predominantemente, em dólar. A desvalorização também aumentaria a inflação destes países ⁶⁴, o que não era nem um pouco desejável, uma vez que a inflação alta era um dos principais problemas destas economias.

“Uma das limitações da habilidade de um país de jogar a guerra cambial é a existência de elevado endividamento externo, porque quanto mais a moeda se desvaloriza, maior a dívida se torna. A outra limitação é o risco de aumento na inflação. Infelizmente,

⁶³ Em alguns países da América do Sul o problema viria a ser apenas a inflação, pois estavam com a dívida externa em níveis relativamente baixos.

⁶⁴ Este aumento da inflação viria pelo aumento dos custos via preços de insumos importados. A desvalorização também aumenta os preços internos pela diminuição da concorrência, esta ocasionada pelo aumento dos preços de produtos importados.

as duas condições se aplicam ao Brasil. Um país como o Brasil tem capacidade muito mais limitada de iniciar uma guerra cambial do que muitos outros, o que significa que o Brasil pode terminar entre os perdedores.” (Pettis, 2013).

Para Brahmhatt, Canuto, & Ghosh (2010), o afrouxo monetário dos Estados Unidos trazia tanto benefícios quanto malefícios às economias emergentes. O ponto positivo é o de que evitava uma estagnação ou deflação nas economias centrais, e consequentemente isto seria benéfico aos países em desenvolvimento. Isto porque, segundo estes autores, os ciclos econômicos destes países estão diretamente ligados aos dos países desenvolvidos. Mantendo as economias desenvolvidas longe da deflação, as economias em desenvolvimento teriam possibilidades para o crescimento. Outro benefício é o de que evitava a ameaça protecionista entre as economias desenvolvidas, a qual poderia mergulhar o mundo na deflação e estagnação como na década de 1930.

“The U.S. policy of renewed monetary easing has both potential benefits and costs for developing countries. Among the benefits would be to help push back the risk of deflation that is stalking much of the advanced world. Averting stagnation or renewed recession in developed economies and in world trade would be a major plus for developing countries, whose economic cycles remain closely correlated with those in the developed world (Canuto 2010; Canuto and Giugale 2010). A second major benefit would be to greatly reduce the threat of protectionism in the advanced world, particularly in the United States. The most plausible scenario for advanced country protectionism would be precisely a long period of deflation and economic stagnation, as in the 1930s.” (Brahmhatt, Canuto, & Ghosh, 2010:3-4).

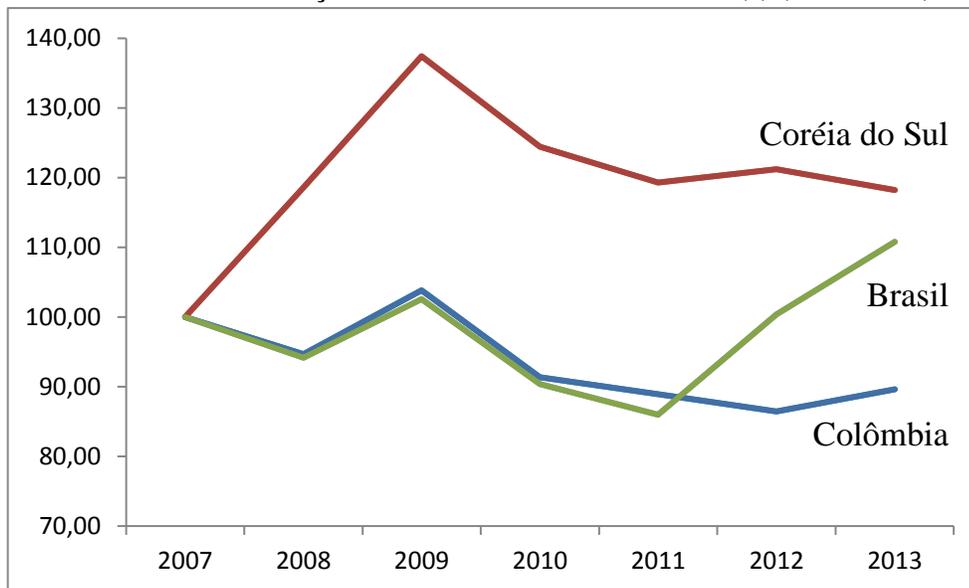
Em contrapartida, o afrouxo monetário americano estimulava os fluxos de capitais a migrarem para os países em desenvolvimento, os quais já eram atraentes em virtude do alto spread da taxa de juros de curto prazo praticado e das perspectivas de crescimento no longo prazo. Este fluxo valorizaria ainda mais as moedas nacionais – que já estavam em patamares elevados pela própria desvalorização do dólar ⁶⁵ – e prejudicaria o combate à inflação, pressionando-a para cima.

⁶⁵ Desvalorização gerada pelo aumento de oferta de dólares pelo FED via o “quantitative easing”.

“The case is more complicated for most developing countries, which are experiencing much stronger growth and inflationary rather than deflationary pressures. In this situation, the U.S. easing poses more difficult policy choices by creating added stimulus for capital flows to developing countries, flows that have already been surging in 2010, attracted both by high short-term interest rate spreads and the stronger long-term growth prospects of developing countries.” (Brahmbhatt, Canuto, & Ghosh, 2010:4).

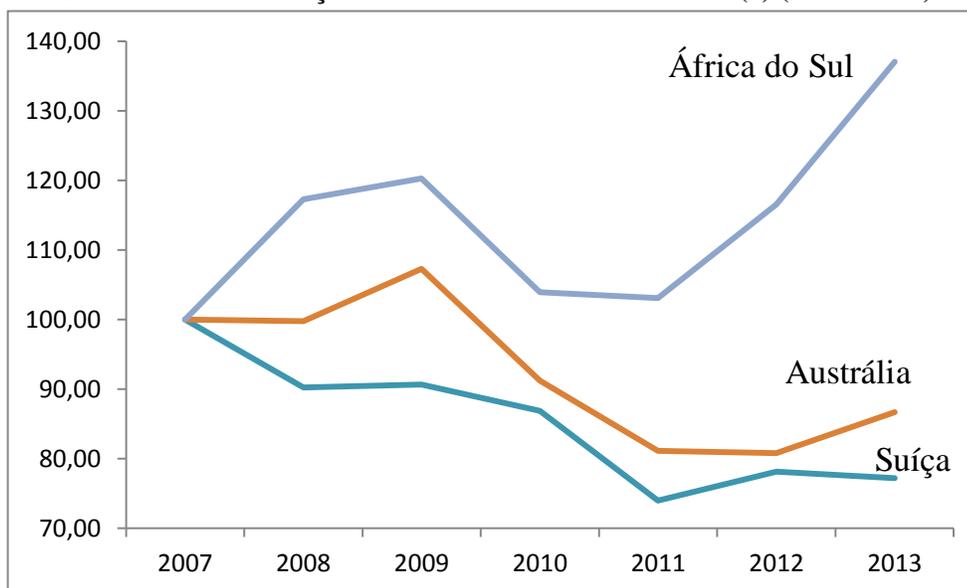
Podemos verificar a variação do câmbio do dólar pelos Gráficos 2.10 e 2.11 abaixo. Tendo o ano de 2007 como base, quando o valor do número índice diminui, significa que o dólar está se desvalorizando. Consequentemente, quando este valor aumenta, configura uma valorização do dólar. Sendo assim, de 2007 para 2009, o dólar apresentou uma forte valorização frente à moeda sul coreana, e valorizações relativamente mais brandas – porém consideráveis – frente às moedas dos outros países analisados. No segundo semestre de 2009, a valorização começou a frear. Entre os anos de 2010 e 2011, já se era possível verificar a desvalorização mais intensa do dólar.

Gráfico 2.10 – Evolução da Taxa de Câmbio em Dólar (1) (2007 = 100)



Fonte: UNCTAD (média anual).

Gráfico 2.11 – Evolução da Taxa de Câmbio em Dólar (2) (2007 = 100)



Fonte: UNCTAD (média anual).

O que procuramos mostrar via os gráficos 2.10 e 2.11 foi o padrão de comportamento do câmbio entre os anos de 2009 e 2011, comportamento que inseria o período em uma Guerra Cambial. Como dito anteriormente, o “quantitative easing” americano, ao injetar uma quantidade maior de dólares no sistema internacional, valorizaria as moedas dos países emergentes (em contrapartida, desvalorizaria o dólar), pois estes ofereciam taxas de juros atraentes aos investidores internacionais.

A situação após os anos de 2011 será abordada na seção 2.5 deste capítulo. Nela, veremos que as moedas dos países periféricos só conheceriam a desvalorização de suas moedas a partir de 2012, com a inversão do ciclo das desvalorizações do dólar. Segundo o Gráfico 2.10, o real brasileiro só voltaria a se desvalorizar de forma mais aguda no final de 2011, atingindo o pico em 2013, quando o Banco Central brasileiro passou a utilizar de maneira mais intensa a compra de dólares por real para a valorização da moeda americana, concomitantemente à diminuição do programa de “quantitative easing” americano. Como indica Eichengreen (2013), o principal motivo foi a declaração do então presidente do FED, Ben Bernanke, de que o “quantitative easing” americano começaria a diminuir. Tal declaração agitou o mercado financeiro, fazendo com que o fluxo de capitais retornasse aos Estados Unidos, valorizando o dólar e, conseqüentemente, desvalorizando as moedas dos países emergentes.

“The Fed’s bout of indigestion started with Chairman Ben Bernanke’s June 19 [de 2013] press conference, where he warned that the Fed’s purchases of long-term securities might start to taper off if the economy continued to perform well – specifically, if unemployment fell to 7%. Stock prices swooned. Yields on US Treasuries spiked. Emerging-market currencies weakened on fears that capital flows from the US would reverse direction.”(Eichengreen, 2013).

Quando a discussão passa a ser o câmbio chinês, nos deparamos com um comportamento atípico do que presenciamos com as moedas dos outros emergentes. De fato, como podemos verificar pelo Gráfico 2.12, o renminbi chinês acompanhou a fase de valorização das moedas emergentes frente ao dólar, no período da Guerra Cambial (2009-2011). A peculiaridade se encontra nos anos seguintes, quando o dólar voltou a se valorizar perante as moedas analisadas, mas ante a moeda chinesa, continuou sua trajetória de desvalorização.

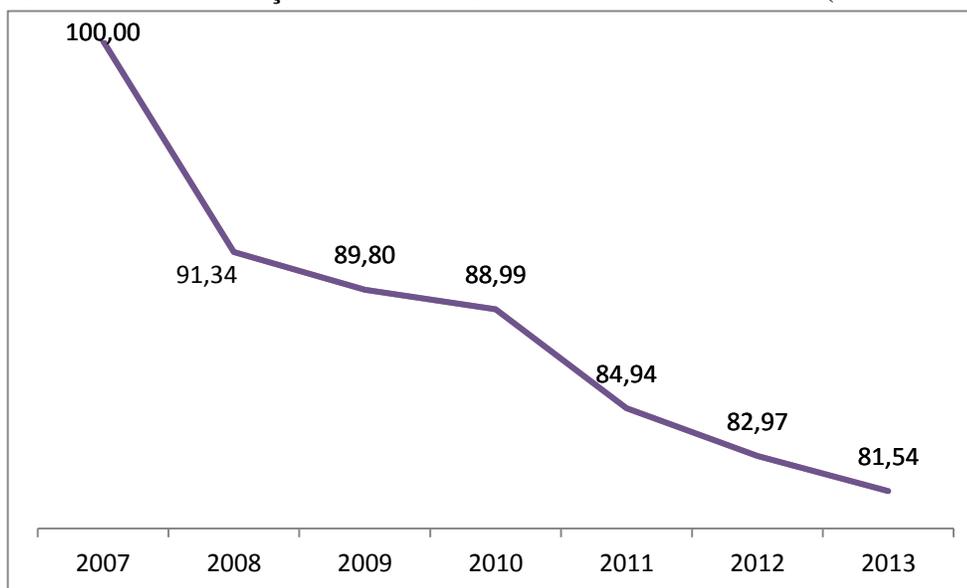
A relação entre Estados Unidos e China, no que tange as políticas monetárias, torna-se um caso à parte. Historicamente, a China sempre se utilizou de políticas de desvalorização de sua moeda para incentivar suas exportações ⁶⁶, o que sempre levou a conflitos políticos com os americanos. A partir de 2008, não foi diferente. Enquanto o dólar de desvalorizava no mercado internacional, o governo chinês entrou forte nas políticas de controle da apreciação de sua moeda, principalmente entre os anos de 2009 e 2010, quando a variação foi mínima.

As políticas de desvalorização do renminbi geraram fortes debates nas cúpulas da OMC (lideradas, principalmente, pelos Estados Unidos), que passou a exercer forte pressão sobre a China para que deixassem de desvalorizar artificialmente sua moeda.

Nos meses finais de 2010, a pressão internacional surtiu efeito e o banco central chinês iniciou uma diminuição de suas intervenções no câmbio, o que fez com que sua moeda passasse a se apreciar. Esta tendência de valorização permaneceu pelos anos seguintes, o que neutralizou qualquer apreciação do dólar em relação ao renminbi depois da inversão do ciclo pós-2011.

⁶⁶ Desde 2005, quando abandonou o câmbio fixo em dólar e ingressou no regime de taxa de câmbio flutuante.

Gráfico 2.12 – Evolução da Taxa de Câmbio Renminbi em Dólar (2007 = 100)



Fonte: UNCTAD (média anual).

O afrouxo monetário americano forçou medidas de controle na entrada de capitais aos países emergentes. Para segurar a entrada dos dólares provenientes dos pacotes de socorro à crise, países como Brasil, Coreia do Sul e África do Sul entraram forte em medidas restritivas, as quais estão esquematizadas no Quadro 2.2 abaixo.

Em outubro de 2009, o governo brasileiro introduziu o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) de 2%, que seria cobrado sobre as carteiras de ações e sobre o capital financeiro que entrasse no país. Em outubro de 2010, este imposto subiria para 4%, mas apenas para os fundos de ações (permaneceria em 2% sobre a carteira de ações individual), e para 6% nas transações financeiras que envolviam derivativos. Em julho de 2011, o IOF passaria a ser cobrado, também, sobre os derivativos de câmbio, em 1%. Segundo o FMI (2011), o IOF não teve um efeito considerável sobre a taxa de câmbio, pois não influenciou diretamente a posição dos agentes não-residentes no mercado futuro.

“Empirical evidence suggests that the IOF measures did not have a clear, long-lasting effect on the exchange rate (...). This may have been due to the fact that the introduction of the IOF did not trigger a significant reduction in nonresidents’ positioning in the future markets.” (FMI, 2011:35).

Quadro 2.2 – Medidas de Controle de Fluxo de Capitais

País	Medidas
Brasil	<ul style="list-style-type: none"> • Outubro de 2009 - Introdução do Imposto sobre Operações Financeiras de 2%. • Outubro de 2010 - IOF aumentando para 4% para os fundos de investimentos, e 6% sobre as transações de derivativos. • Dezembro de 2010 - Aumento do requerimento de capital mínimo dos bancos para a maioria das operações de crédito cuja maturação fosse até 24 meses. <ul style="list-style-type: none"> - Aumentado os requerimentos mínimos de reserva bancária, que passariam de 8% para 12% dos depósitos (à vista e a prazo). • Janeiro de 2011 - Imposto requerimentos mínimos para as reservas dos bancos que quisessem adotar posições em dólares no mercado à vista. • Julho de 2011 - IOF passa a ser cobrado também sobre as operações envolvendo derivativos de câmbio, no valor de 1%.
Coreia do Sul	<ul style="list-style-type: none"> • Junho de 2010 - Delimitou um teto para os contratos de derivativos em moeda estrangeira. Para os bancos coreanos, não poderia passar de 50% de seu capital, e para os bancos estrangeiros, 250%. <ul style="list-style-type: none"> - Determinou que os empréstimos fornecidos em moeda estrangeira (de maturidade igual ou maior que um ano) pelos bancos residentes deveriam ser coberto ao menos em 100% pelos empréstimos tomados em moeda estrangeira de maturidade maior que um ano. • Dezembro de 2010 - Anunciou planos para introduzir uma taxa de estabilidade macro-prudencial no segundo semestre de 2011. Esta taxa seria arrecadada sobre os passivos não-depósitos em moeda estrangeira dos bancos e seguiria a seguinte progressão: 20 pontos-base nos de curto prazo (menos de um ano); 10 pontos-base nos de médio prazo (de um a três anos); e 5 pontos base nos de longo prazo. • Janeiro de 2011 - Reintroduziu um imposto de 14% sobre a compra de títulos do tesouro e de estabilização monetária por não residentes.
África do Sul	<ul style="list-style-type: none"> • Outubro de 2009 - Aumentou de 2 milhões para 4 milhões de randes por ano o limite de investimentos individuais offshore. • Março de 2010 - Permitiu aos bancos investir no exterior em até 25% o valor de seus passivos. • Outubro de 2010 - Eliminou a taxa de 10% sobre o valor do capital que os sul-africanos quisessem transferir ao emigrar. • Dezembro de 2010 - Aumentou em 5% o limite que um investidor institucional residente pudesse investir offshore, variando agora entre 25% e 35% dependendo do tipo de investidor institucional.

Fonte: FMI (2011:37-38). Tradução própria.

Rossi (2013) argumenta no outro sentido. Para o autor, o IOF teve, sim, influência no controle da apreciação da moeda brasileira, em conjunto com medidas utilizadas pelo Banco

Central do Brasil, tais como a compra e venda de dólares no mercado de câmbio. Estas medidas controlaram a especulação que havia sobre a valorização do real brasileiro e permitiu um controle mais efetivo sobre a taxa de câmbio.

“Com essas medidas de política cambial, somadas aos IOF sobre fluxos financeiros, notou-se uma institucionalidade capaz de mitigar a apreciação da moeda brasileira e de administrar a taxa de câmbio. (...) As medidas regulatórias instituídas sobre o mercado de derivativos e o mercado interbancário mitigaram a especulação pela apreciação do real e permitiram ao banco central o manejo da taxa de câmbio com intervenções (vendas e compras) e swaps (tradicional e reverso), que mostram impacto mais efetivo na formação da taxa de câmbio e na dissuasão do mercado financeiro em suas empreitadas especulativas.” (Rossi, 2013:14).

A Coreia do Sul, em junho de 2010, limitou os contratos de derivativos em moeda estrangeira, tanto de seus bancos quanto de bancos estrangeiros. Neste mesmo mês, determinou que os empréstimos fornecidos em moeda estrangeira pelos bancos residentes no país deveriam ter uma cobertura de, no mínimo, 100% pelos empréstimos tomados em moeda estrangeira. Em dezembro de 2010, anunciou que no segundo semestre do ano de 2011 ocorreria a introdução de uma taxa macro-prudencial, que agiria sobre os passivos não-depósitos em moeda estrangeira dos bancos. Enfim, em janeiro de 2011, o governo sul coreano reintroduziu um imposto de 14% sobre a compra de títulos do tesouro e de estabilização monetária realizada por indivíduos não residentes no país.

Para incentivar o capital financeiro em sair do país, a África do Sul dobrou o limite de investimentos individuais *offshore*, de dois milhões para quatro milhões de randes por ano, em outubro de 2009. Em março de 2010, passou a permitir que os bancos investissem no exterior, a um limite de 25% de seus passivos. Em outubro de 2010, eliminou a taxa de 10% sobre o capital que os sul-africanos quisessem transferir ao emigrar. Em dezembro de 2010, aumentou em 5% o limite que um investidor institucional residente no país pudesse investir no mercado *offshore*.

2.4 – A Periferia da Europa: A crise da dívida e do euro

A Crise de 2008 teve um forte impacto sobre a periferia europeia. De acordo com Mazzucchelli (2013), irrigados por crédito desde 2000 (principalmente por bancos alemães, austríacos, franceses e ingleses), tais países verificaram, no período até a Crise, elevação da dívida privada, expansão do consumo, aumento das importações e bolhas imobiliárias. Com a Crise, o ciclo se reverteu, a oferta de crédito diminuiu, os preços imobiliários despencaram e os devedores tornaram-se inadimplentes. Em socorro, os governos emitiram títulos públicos para conseguir recursos e repassá-los às instituições financeiras. Este excesso de emissão gerou uma profunda incerteza se tais governos seriam capazes de honrar a dívida que esses títulos traziam.

“A sequência dos acontecimentos praticamente obedeceu a um padrão comum: as economias mais acanhadas do continente europeu que aderiram ao euro foram capturadas – na expansão dos anos 2000– pelas delícias do crédito barato (proporcionado pelos bancos alemães, austríacos, franceses e ingleses). Os bancos locais foram a correia de transmissão do crédito. As famílias se endividaram, expandiram o consumo e o preço dos imóveis disparou. (...) Com a reversão, o crédito minguou, o preço dos imóveis despencou e os bancos locais se viram às voltas com devedores inadimplentes. Os governos saíram, então, no socorro aos bancos: captaram recursos através da emissão de títulos soberanos e os transferiram às instituições financeiras. Começaram, na sequência, as suspeitas em relação à capacidade de os governos honrarem seus compromissos.”(Mazzucchelli, 2013:7).

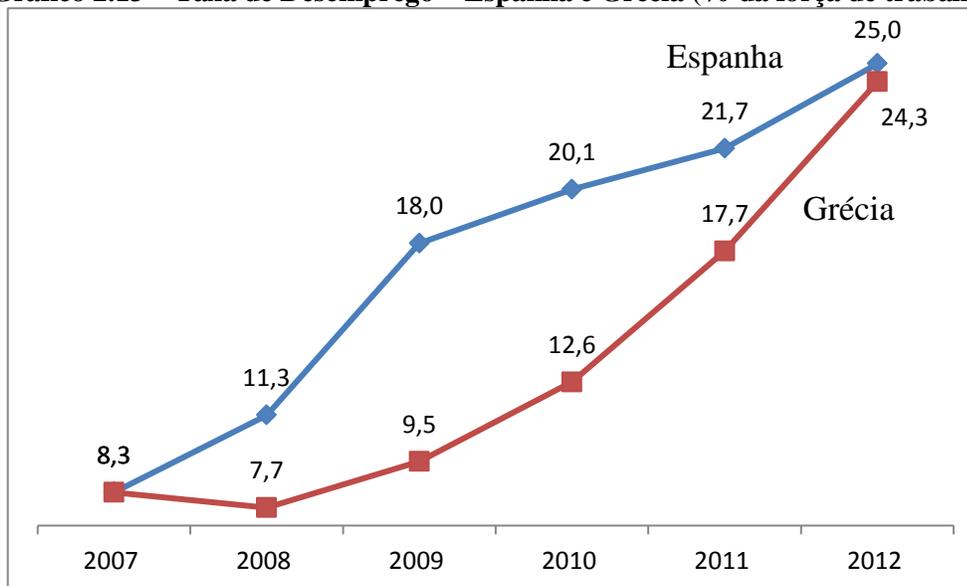
A Espanha, por exemplo, nos anos de 2005 a 2007, apresentou “superávits fiscais entre 1% e 2% do PIB (...) com déficits em transações correntes entre 7% e 10%”⁶⁷. Depois da Crise, por volta dos anos de 2009 e 2010, os superávits se transformaram em “déficits fiscais da ordem de 10% do PIB (...), o que fez com que a dívida pública saltasse de 26,5% em 2007, para níveis superiores a 55% em 2011-2”⁶⁸. Como nos confirma o Gráfico 2.13, com a contração do crédito no pós-crise, o produto espanhol sofreu uma queda vertiginosa, enquanto o desemprego atingiria níveis alarmantes, passando de 20%, nos anos de 2010 e 2011, e chegando a 25% em 2012. Para

⁶⁷ Mazzucchelli (2013:6).

⁶⁸ Mazzucchelli (2013:6).

a Grécia, não foi diferente. Os níveis de desemprego gregos podem ter sido mais baixos do que o da Espanha, mas são igualmente perturbantes. De 2008 para 2009, a taxa foi de 7,7% para 9,5%. Nos anos seguintes, apenas aumentos: 12,6% em 2010, 17,7% em 2011 e 24,3% em 2012.

Gráfico 2.13 – Taxa de Desemprego – Espanha e Grécia (% da força de trabalho)



Fonte: Eurostat.com

Pelo fato de todos terem o euro como moeda nacional, estes países não tinham a possibilidade de elevar suas exportações para outros países europeus por via da desvalorização de sua moeda. Com déficits correntes, tais países, mas principalmente a Espanha, Portugal e a Grécia, entraram em uma recessão profunda, diminuição da produção, aumento do desemprego e incapacidade de pagar suas dívidas. Como nos indica Mazzucchelli (2013), o problema maior desta parte da Europa em crise não era o nível do endividamento público, tanto porque estes se aproximavam dos níveis de países que não partilhavam da problemática de liquidar suas dívidas, tais como Alemanha, Estados Unidos, França e Japão. O que vitimou suas economias foi a incapacidade de gerar superávits para “honrar a solvência de seus títulos soberanos”.

“Cabe, aqui, uma consideração: os níveis relativos de endividamento público (dívida/PIB) da Espanha são equivalentes aos da Alemanha, e inferiores aos da Inglaterra, EUA, França ou Japão. O problema maior, contudo, não é o estoque, mas sim o fluxo da

dívida. O que está em questão é a capacidade de o país honrar a solvência de seus títulos soberanos (denominados na moeda europeia), o que remete às possibilidades – no caso, limitadas – de obtenção dos recursos destinados ao pagamento dos débitos.” (Mazzucchelli, 2013:6-7).

O default, então, só viria a ser evitado (com exceção da Grécia) pela ajuda das autoridades internacionais (BCE, União Europeia e FMI). A imposição feita por estas para que estes países pudessem receber os recursos emergenciais foi o de que deveria ser aplicada uma forte austeridade fiscal, de modo a gerar a contração econômica necessária para garantir superávits comerciais para o pagamento das dívidas.

“É por essa razão que a contrapartida exigida pelas autoridades internacionais (Banco Central Europeu, União Europeia e FMI) no aporte de recursos emergenciais –de modo a impedir o default- foi a imposição de um rigoroso ajuste fiscal. É este também o caso dos demais países da periferia europeia: a garantia de sobrevivência dos bancos locais e da solvabilidade dos títulos soberanos (em muitos casos em poder de tomadores do núcleo central) foi condicionada à aplicação deliberada de severas políticas deflacionárias.”(Mazzucchelli, 2013:6-7).

Os gastos do governo, então, deveriam ser concentrados no suporte aos bancos e em garantir a solvência de suas dívidas, e não no aumento da demanda doméstica. Com a diminuição do produto e o aumento do desemprego, atingir superávits fiscais neste cenário recessivo tornava-se uma “tarefa inglória”.

“O default somente foi evitado (não na Grécia, onde os tomadores foram obrigados a arcar com perdas) graças aos aportes emergenciais das autoridades internacionais. Em contrapartida, os países foram constrangidos a buscar superávits fiscais a qualquer custo, de modo a obter os recursos destinados ao pagamento das dívidas. É claro que a geração de superávits em meio a um contexto recessivo é uma tarefa inglória, mas este é um roteiro que, em derradeira análise, já esteve presente nas inúmeras atribulações dos anos 1920 e 1930 e, mais recentemente, nas sucessivas condicionalidades impostas pelo FMI aos países vitimados pela crise da dívida externa. Os resultados, como se sabe, foram melancólicos.” (Mazzucchelli, 2013:7).

Pettis (2013) discute algumas possibilidades que a Europa teria para retirar sua periferia da crise. Para ele, é necessário que um país europeu – no caso citado pelo autor, a Alemanha – esteja disposto a expandir a demanda doméstica de modo a aumentar suas importações e atingir déficits em conta corrente. Esta medida permitiria aos países periféricos ampliarem suas exportações e gerar superávits comerciais. Com isso, estariam capazes de pagar suas dívidas sem dar continuidade às medidas recessivas. Ou seja, não seria necessário gerar mais desempregos e diminuição do produto para equilibrar as contas e pagar os débitos, uma vez que a produção que a demanda interna não consumisse seria absorvida pelo mercado alemão. Outra medida abordada pelo autor é o dos países em crise abandonarem a zona do euro e estabelecerem uma moeda própria. Com isso, eles teriam autonomia sobre o câmbio de sua moeda, podendo interferir na flutuação cambial, gerando sua desvalorização e, assim, incentivando suas exportações ao mesmo tempo em que diminuísse o nível de suas importações.

“A Europa tem de resolver seus problemas econômicos e há três maneiras possíveis de isso ocorrer. Uma é que os alemães aumentem sua demanda doméstica de maneira significativa e tenham déficit em conta corrente, o que permitiria que os países europeus periféricos tivessem os superávits correspondentes necessários para pagar suas dívidas. Se os alemães não fizerem isso, os países periféricos da Europa continuarão a ter elevadas taxas de desemprego por muitos anos. A terceira possibilidade é a de os países periféricos deixarem o euro.” (Pettis, 2013).

Enfim, sem a possibilidade de desvalorizar suas moedas nacionais para gerar superávits comerciais – por estarem ancorados ao euro – e pelos gastos públicos terem sido basicamente utilizados ao socorro bancário – condição exercida pelas autoridades para que dessem à periferia o resgate emergencial indispensável para que não ocorresse o default –, ou seja, gastos sem gerar sustentação ou expansão da demanda agregada, o resultado melancólico, definido por Mazzucchelli (2013), foi a “imposição forçada de políticas deflacionárias, que resultaram na manutenção de níveis extremamente elevados de desemprego”⁶⁹.

⁶⁹ Mazzucchelli (2013:7-8).

2.5 – A Retirada dos Estímulos Monetários e a Turbulência na Periferia

Como já foi citado brevemente nas seções anteriores, no final de 2011 e, principalmente, a partir de 2012 o dólar voltou a se valorizar. As moedas dos países periféricos, mais especificamente do Brasil, África do Sul e Austrália passaram a sofrer da desvalorização cambial. Os Estados Unidos passaram a anunciar que diminuiriam as injeções de liquidez no sistema. Este discurso, somado com a crise do euro na Europa, foi suficiente para que os agentes econômicos passassem a retirar seus capitais dos países periféricos e retorná-los para o território estadunidense. Com isso, o cenário se modificou, e o que presenciamos nos anos de 2009 até 2011, passou a se inverter em 2011 e 2012.

Com a retomada da apreciação do dólar, a Guerra Cambial – como descrita neste trabalho – passou a minguar. O problema, então, passou a ser a fuga de capitais da periferia, em direção ao centro. Para verificar o comportamento desta fuga, utilizamos os dados de Investimento em Carteira, que possui um caráter mais volátil e de curto-prazo⁷⁰. Segundo a Tabela 2.2, a partir de 2009, o ano mais fatídico neste quesito foi o de 2011 na maioria das economias analisadas. Os anos de 2009 e 2010 nos chamam a atenção sobre os efeitos da Guerra Cambial sobre a entrada de capitais nos países emergentes, os quais apresentaram valores historicamente altos em investimentos em carteira. O ano de 2011, *o contrário*: a intensa fuga de capitais dos emergentes e a desvalorização de suas moedas.

No Brasil e na China, o fluxo em 2011 caiu consideravelmente, levando-se em conta o sentido crescente que se configurava desde 2008. No caso brasileiro, a queda abrupta (de 37,7 para 7,2 bilhões de dólares, 80,95%) só não foi maior, pois 2011 foi o ano em que o real mais esteve valorizado perante o dólar, retendo parte desta fuga. Neste argumento, também podemos incluir a China, que teve uma valorização crescente de sua moeda em relação ao dólar desde 2008. Ainda assim, a fuga de capitais da China foi de 83%, de 31,4 bilhões de dólares para 5,3

⁷⁰ O Investimento em Carteira (também conhecido como Investimento de Portfólio) é um dos componentes que formam a Conta Financeira dos países, juntamente com o Investimento Estrangeiro Direto (de caráter menos volátil e de longo prazo), os Derivativos, dentre outros investimentos. Ele representa a compra e venda de ativos de curto prazo, como ações, de um país. Juntamente com a Conta Capital (transferência unilaterais) e a Conta Corrente (bens e serviços), formam o Balanço de Pagamentos.

bilhões de dólares em investimento em carteira. No ano seguinte, todavia, a China apresentaria 29,9 bilhões neste investimento, recuperando a fuga sofrida no ano anterior, alcançado patamares muito próximos de quando a Guerra Cambial ainda estava instalada (2009 e 2010).

Mas se o Brasil e a China ainda estiveram positivos no saldo deste investimento, não podemos dizer o mesmo da Coreia do Sul, Austrália e África do Sul. Nestes países, a queda foi tanta que chegaram a apresentar déficits, ou seja, o investimento em carteira que saiu do país foi maior do que os que entraram naquele mesmo ano. Diferente do caso brasileiro, o câmbio australiano, apesar de bem valorizado, não foi capaz de reter a fuga de maneira a deixar o saldo positivo.

Tabela 2.2 – Investimento em Carteira líquido (em bilhões de US\$)

	Brasil	Coréia do Sul	África do Sul	Austrália	China	Estados Unidos
2007	26,2	-28,7	8,7	13,9	18,5	275,6
2008	-7,6	-33,6	-4,7	19,4	8,5	126,8
2009	37,1	24,9	9,4	34,3	29,1	219,3
2010	37,7	23,6	5,8	11,0	31,4	179,0
2011	7,2	-6,9	-3,8	-3,4	5,3	133,7
2012	5,6	16,9	-0,7	15,2	29,9	232,1

Fonte: Banco Mundial.

Curioso foi que 2011 também foi um péssimo ano para os Estados Unidos. Seu investimento em carteira líquido foi um dos menores da série, atrás apenas de 2008. Sendo assim, a fuga de capitais da periferia não voltou diretamente para os americanos. Isto viria a se configurar apenas no ano seguinte, quando apresentaria 232,1 bilhões de dólares em investimento em carteira líquido (crescimento de quase 74% em relação ao ano anterior).

O que podemos verificar, então, é que o anúncio da retirada dos estímulos monetários por parte dos Estados Unidos reacendeu os problemas periféricos de fuga de capitais, mesmo esta fuga não sendo diretamente em direção ao país norte-americano. A Guerra Cambial como conhecíamos – desvalorização das moedas centrais – deu lugar a um cenário de desvalorização involuntária das moedas *periféricas*⁷¹ (ou seja, valorização do dólar) em virtude, principalmente,

⁷¹ Excetuando, neste caso, a moeda chinesa.

da mudança da política monetária americana em não praticar mais o afrouxo monetário iniciado depois da Crise de 2008.

2.6 – Considerações Finais

A crise de 2008 demandou respostas imediatas dos países centrais. Poucas semanas após sua eclosão, os Estados Unidos, assim como o Japão, União Europeia e Inglaterra, iniciaram a injeção de liquidez via diversos pacotes de ajuda. Esta liquidez tinha como objetivo manter os seus respectivos mercados internos aquecidos, afastando assim a deflação. Vimos que, com a taxa de juros próxima de zero, a alternativa em incentivar o crédito, e assim o consumo, era a de gerar inflação. Aumentando a inflação, a taxa de juros real destas economias diminuiria, e com isso o acesso ao crédito ficaria facilitado. Todavia, os recursos adquiridos pelas instituições financeiras através dos pacotes de ajuda não tiveram de grande valia na recuperação dos respectivos mercados internos dos países. Os bancos se tornaram receosos em virtude da crise, fazendo com que os empréstimos fossem dados de maneira cautelosa. Logo, os gastos dos governos não se configuraram, diretamente, em aumento do mercado interno e, assim, em novos gastos. Os recursos ficaram empoeirados nos caixas das instituições financeiras, e o consumo doméstico permaneceu arrojado.

A expansão monetária gerada por estes pacotes de liquidez iniciava uma nova Guerra Cambial, com semelhanças e diferenças da que vimos em 1930. Mesmo tendo como principal objetivo o aumento da demanda doméstica, a injeção de liquidez teve como consequência a desvalorização de suas moedas. Esta viria a gerar, a princípio, aumento das exportações, mesmo que isto não tenha ocorrido em todos os anos analisados dos Estados Unidos e Inglaterra. Todavia, o aumento das exportações não representou o aumento do PIB. Ou seja, não se é possível dizer que as exportações tiveram uma relação direta com a recuperação dos países analisados.

O afrouxo monetário supracitado fez com que as economias periféricas presenciassem uma entrada maciça de capitais em seus territórios. Este aumento de fluxo de capitais apreciaria suas moedas, que resultaria em desvantagens comerciais e déficits em conta corrente. A inflação

e o alto nível de dívida externa impossibilitavam que qualquer política de desvalorização cambial fosse implementada por este grupo de países.

Os países europeus, por estarem sob o regime do euro, não tinham como desvalorizar suas moedas. Sem a possibilidade de gerar superávits comerciais, países como Grécia, Espanha e Portugal se encontraram incapaz de pagar suas dívidas externas, o que demandou ajudas externas do Banco Central Europeu. Sendo assim, a crise de 2008 gerou uma estabilidade na Europa, proliferando o desemprego e a diminuição na renda. Sem conseguir focar os gastos públicos na recuperação da economia, uma vez que tinham – por determinação do BCE – resgatar seus bancos, sobrou aos países europeus atingidos pela crise se utilizar de políticas recessivas.

Por fim, a Crise da Dívida na Europa teve forte influência na reversão do ciclo das desvalorizações que estávamos presenciando desde 2009. A partir de 2011, presenciamos a valorização do dólar com o anúncio de que se iniciaria a retirada dos estímulos monetários americanos iniciados no final de 2008. Este novo cenário prejudicou o Balanço de Pagamentos dos países periféricos, que passaram a sofrer forte fuga de capitais.

Conclusão – Paralelo entre os anos 30 e pós-2008

Ao fim deste trabalho, após descrevermos todo o processo de recuperação e políticas dos países após as Crises de 29 e 2008, chegamos ao nosso principal objetivo. Procuraremos elencar em quais aspectos ambos os pós-crises de 1929 e de 2008 se aproximam e divergem no que tange as políticas monetárias, desvalorizações, fluxos de capitais e Guerra Cambial.

A Crise de 29 teve seus efeitos mais dramáticos nos núcleos dos países centrais, tais como Estados Unidos, Inglaterra, França e Alemanha. Os grandes problemas que esta crise gerou foram o desemprego e a redução da produção industrial. Os Estados Unidos apresentaria mais dois problemas: a falência de diversos bancos americanos e o desmoronamento de seu sistema financeiro. Problemas que seriam solucionados com a eficácia da regulação financeira imposta pelo *New Deal*.

Na crise recente, seus impactos foram sentidos, em maior intensidade, na periferia europeia, pois não tinham autonomia monetária e eram incapazes de desvalorizar, pois não possuíam moeda própria, e sim uma moeda comum aos europeus: o euro. A Guerra Cambial subsequente teria como principais vítimas a periferia mundial, principalmente os emergentes, que sofreriam entrada maciça de capital externo, mas ainda assim seus impactos foram menos devastadores na periferia do que na Crise de 1929. O desemprego também foi um grande problema desta crise. O caos financeiro representou, neste caso, um problema ainda maior que na crise dos anos 30, colocando então a produção industrial em uma posição problemática de segundo plano, mas ainda considerável.

O padrão-ouro imprimiu aos países atraso em suas políticas monetárias de recuperação da Crise de 29. O país pioneiro em romper com o lastro em ouro, a Inglaterra, viria a fazê-lo já tardiamente, dois anos após a crise. Neste ínterim, o compromisso de se manter câmbio fixo em ouro minou qualquer tentativa de expansão monetária, necessárias para a recuperação de sua economia. Ao, finalmente, romper com o Padrão, os países centrais visaram recuperar a produção industrial e manter o consumo doméstico.

O regime de câmbio flutuante na maioria dos países permitiu que as medidas de recuperação da Crise de 2008 fossem tomadas quase que imediatamente, fazendo com que esta crise não tomasse as proporções catastróficas que se verificou em 29. Estas medidas visavam, principalmente, recuperar o sistema financeiro, resgatando os bancos e permitindo que estes irrigassem a economia com crédito. Contudo, o que se presenciou foi a mesma tendência ocorrida em 1929: a retenção destes recursos pelos bancos, e não seu repasse via empréstimos para reaquecer o mercado interno. A parcimônia bancária no fornecimento de crédito em um ambiente de recessão, mais uma vez, mitigaria a recuperação mundial. Por este motivo, os pacotes de ajuda tiveram seus efeitos de recuperação reduzidos, pois não chegaram às famílias, pequenas e médias empresas. O maior exemplo disto foi a taxa de desemprego dos Estados Unidos, Inglaterra e União Europeia, que não apresentou melhora considerável nos anos que se seguiram a Crise de 2008.

Nos anos 30, o combate pela Guerra Cambial foi protagonizado pelos países centrais – principalmente Estados Unidos e Inglaterra, com a França em clara desvantagem pelo vínculo ao padrão-ouro -, e os países periféricos não possuíam autonomia monetária que os impedissem de sofrerem os efeitos das desvalorizações das moedas centrais. Já no fim dos anos 2000, a periferia já possuía certa liberdade nas políticas monetárias, o que permitiu medidas que segurassem a alta de suas moedas, mas não suficiente para anulá-la. Os pacotes de liquidez americanos culminariam, fatalmente, na desvalorização do dólar, mesmo com o esforço dos periféricos em segurar a valorização de suas moedas e a entrada excessiva de capitais.

As “desvalorizações competitivas” da década de 30 foi um claro reflexo da falta de cooperação internacional que vinha desde após a Primeira Guerra Mundial. De fato, os países centrais, como Inglaterra (1931), Estados Unidos (1933), e mais tarde a França (1936), apenas esboçaram uma recuperação do PIB após desvalorizar. As desvalorizações eram, então, parte da solução, mas poderiam ter dado melhores resultados se fossem utilizadas de maneira coordenada entre os países.

Quadro 3.1 – Guerra Cambial: Síntese Comparativa

Após Crise de 29 (1929-1937)	Após Crise de 2008 (2008-2011)
Padrão-ouro atrasou a prática das políticas de recuperação	Câmbio flutuante permitiu a prática imediata de políticas de recuperação
Maiores impactos nas economias centrais (EUA, Inglaterra, França e Alemanha)	Maiores impactos na periferia europeia
A crise desintegra imediatamente o padrão-ouro na periferia	A crise exigiu medidas para sustentar o câmbio na periferia
Redução da taxa de juros pelos países centrais (EUA e Inglaterra)	Redução da taxa de juros pelos países centrais (EUA, Inglaterra, União Europeia e Japão)
EUA: Glass-Steagall Act (1932), Emergency Banking Act (1933), Thomas Amendment (1933), desvalorização do dólar	EUA: Quantitative easing, desvalorização do dólar
Inglaterra: <i>cheap money</i> , War Loan Conversion, desvalorização da Libra	Inglaterra: Injeção de 300 bilhões de libras no resgate bancário, desvalorização da Libra
Utilização dos recursos pelas instituições financeiras na forma de reservas e não no aumento dos empréstimos	Utilização dos recursos pelas instituições financeiras na forma de reservas e não no aumento dos empréstimos
Fuga de capitais mitigando a recuperação das economias centrais	Entrada de capitais mitigando a recuperação das economias periféricas
Falta de cooperação internacional nas desvalorizações	Falta de cooperação internacional nas desvalorizações
Economias periféricas não possuíam autonomia monetária para entrar no "jogo" das desvalorizações	Economias periféricas utilizaram de políticas de controle sobre a valorização de suas moedas e sobre a entrada de capitais

Fonte: Elaboração própria.

Após a Crise de 2008, a cooperação internacional também não se mostrou presente. A zona do euro desvalorizou sua moeda simultaneamente ao dólar, a periferia teve que adotar políticas internamente para segurar a valorização de suas moedas e controlar a entrada de capitais. A China ateu-se a intervir diretamente na desvalorização do renminbi (política adotada desde 2005). Apenas depois de ser pressionada diretamente pela OMC e pelos Estados Unidos que permitiu a apreciação de sua moeda a partir de 2011.

Acerca das políticas monetárias, tanto na década de 30 quanto depois da Crise de 2008, os Estados Unidos e Inglaterra (e União Europeia, no caso recente) promoveram a redução de suas respectivas taxas de juros. Com esta redução, na década de 30, a Inglaterra pôs em prática a política do *cheap money*, que somado à troca progressiva dos títulos públicos inglês por títulos de menor rendimento (War Loan Conversion), reduziu a sua dívida interna. Nos primeiros meses após a Crise de 2008, a Inglaterra se ateu a recuperar seus bancos injetando quase 300 bilhões de libras em compra de ativos bancários e empréstimos.

Os Estados Unidos expandiram sua base monetária pelo Glass-Steagall Act (1932), impediram a fuga das reservas em ouro proibindo sua exportação pelo Emergency Banking Act (1933), deu poder ao presidente Roosevelt de intervir na oferta de moeda com a Thomas Amendment (1933), e tornou seu sistema bancário estabilizado e regulado através do Glass-Steagall Banking Act (1933). Estas medidas visaram gerar liquidez, aumentar a oferta de crédito e estimular o mercado interno e a inflação. Semelhantemente, podemos verificar estes objetivos nos anos seguintes a 2008, com o afrouxo monetário americano (“quantitative easing”) exercido pela compra de ativos bancários e empréstimos às instituições financeiras.

Após a Crise de 2008, o objetivo da expansão monetária proveniente das políticas de recuperação, assim como nos anos 30, seria o de recuperar o mercado doméstico e, principalmente no caso americano, gerar inflação. Em ambos os períodos abordados, as vantagens comerciais, resultantes das desvalorizações, eram consequências das políticas de recuperação, e não o objetivo primário destas. Vimos que a variação do nível de exportações pouco se correlacionou com a variação do PIB, nos casos americanos e ingleses.

Para os países centrais, a fuga de capitais se tornara um grande problema após a Grande Depressão. Nos primeiros anos após esta crise, a Inglaterra sofreu pressões especulativas sobre o

valor da libra, o que a forçou a aumentar a taxa de juros para conter a fuga de suas reservas. Esta medida não foi eficaz, o que a forçou a abandonar o padrão-ouro e desvalorizar sua moeda. O ambiente de intensa liberalização financeira, somado às incertezas e baixas expectativas, fez com que as desvalorizações incentivassem os investidores estrangeiros a retirar seu capital dos países centrais.

Na crise recente, o fluxo de capitais impactaria, de maneira mais intensa, nos países periféricos, que não tiveram sua situação doméstica tão devastada quanto a dos países centrais. Os pacotes americanos de liquidez aumentou a quantidade de dólares no sistema internacional, que rumaram aos países que apresentavam maiores taxa de juros e rendimentos mais atrativos: os periféricos. Diferente dos anos 30, onde a fuga de capitais dos centrais traria seus maiores danos a estes próprios, na atual crise os danos foram sentidos mais na periferia, que receberia o tsunami monetário americano gerando excesso na entrada de capitais e valorização de suas moedas até 2011. Tal valorização impactaria fortemente na inflação, vilão histórico das economias periféricas, e o aumento na entrada de capitais obrigaram estes países a utilizar diversas medidas de controle.

Enfim, a partir do final de 2011, cerca de três anos após a crise, o cenário se inverteria. Os Estados Unidos, através do FED, declarou que reduziriam os estímulos monetários, o que foi suficiente para instigar os investidores a retirar seus capitais da periferia e retorná-los ao solo americano. Com isso, o dólar passou a se valorizar, e os países periféricos passaram a sofrer fuga de capitais. A Guerra Cambial, descrita neste trabalho como as desvalorizações das moedas dos países centrais – no caso da crise recente: o dólar e o euro – chegara ao fim.

Bibliografia

BASTOS, P.P.Z. ‘**A dependência em progresso: fragilidade financeira, vulnerabilidade comercial e crises cambiais no Brasil (1890-1954)**’. Unicamp, 2001, item 1.4.

BRAHMBHATT, M.; CANUTO, O.; GHOSH, S. ‘**Currency Wars Yesterday and Today**’. Economic Premisenº 43. The World Bank, Dezembro, 2010. Disponível em: <https://mail-attachment.googleusercontent.com/attachment/u/0/?ui=2&ik=2bb982ee05&view=att&th=13e33d782f7d1e92&attid=0.1&disp=inline&realattid=f_hfu7e68h0&safe=1&zw&saduie=AG9B_P8v1n6-RgvkvZ1HTcb2lr9E&sadet=1368656395043&sads=YTtTq1kVtDjoXgZj4JRDwOF-BQ8>

BURDA, M.; et WYPLOSZ, C.; ‘**Macroéconomie. Une perspective européenne**’. De Boeck Université, décima Edição, 1998. Retirado de: **Licence Administration économique et Sociale**. Le régime de l’étalon-or (1879-1933). Université de Rennes. Disponível em: <<http://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI411.pdf>>

CANUTO, O. ‘**Guerra e Paz Cambial**’. Artigo do Valor Econômico, 21/03/2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/3054108/guerra-e-paz-cambial>>

CLINE, W. R.; WILLIAMSON, J. ‘**Currency Wars?**’. Policy Brief. Peterson Institute for International Economics. Novembro, 2010. Disponível em: <https://mail-attachment.googleusercontent.com/attachment/u/0/?ui=2&ik=2bb982ee05&view=att&th=13e33d782f7d1e92&attid=0.8&disp=inline&realattid=f_hfu7e69f7&safe=1&zw&saduie=AG9B_P8v1n6-RgvkvZ1HTcb2lr9E&sadet=1368027609952&sads=VBSk2qcM3bA-YWV9fZhRKYlkBss>

EICHENGREEN, B. ‘**2013, o ano das guerras cambiais?**’. Artigo traduzido e publicado pelo Estado de S. Paulo, 23/12/2012. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,2013-o-ano-das-guerras-cambiais-.976968.0.htm>>

EICHENGREEN, B. ‘**A Tale of TwoTapers**’. Artigo publicado pelo site *Project Syndicate*, 11/06/2013. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/monetary-policy-overkill-in-the-us-and-china-by-barry-eichengreen>>

EICHENGREEN, B. ‘**A Globalização do Capital**’. Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, B. ‘**The gold standard in theory and history**’. Editor’s introduction, New York: Methuen, 1-4. 1985.

EICHENGREEN, B. ‘**Did Speculation Destabilize the French Franc in the 1920s?**’. Explorations in Economic History, vol. 19, 71-100. 1982. Disponível em: <https://mail-attachment.googleusercontent.com/attachment/u/0/?ui=2&ik=2bb982ee05&view=att&th=13e33d782f7d1e92&attid=0.5&disp=inline&realattid=f_hfu7e6924&safe=1&zw&saduie=AG9B_P8v1n6-RgvkvZ1HTcb2lr9E&sadet=1368027052292&sads=kDiKBccIX45qTikP3ES1aWYxuyw>

EICHENGREEN, B. **‘Golden Fetters: The gold standard and the great depression, 1919-1939’**. New York: Oxford University Press, 1992.

EICHENGREEN, B. **‘More Speculation on Destabilizing Speculation’**. Explorations in Economic History, vol. 29, 93-98. 1992. Disponível em: <https://mail-attachment.googleusercontent.com/attachment/u/0/?ui=2&ik=2bb982ee05&view=att&th=13e33d782f7d1e92&attid=0.4&disp=inline&realattid=f_hfu7e68x3&safe=1&zw&saduie=AG9B_P8v1n6-RgvkvZ1HTcb2lr9E&sadet=1368026702484&sads=bGED-W7xELuw10vZLZdD361VwYA>

EICHENGREEN, B.; IRWIN, D. A. **‘Trade blocs, currency blocs and the reorientation of world trade in the 1930s’**. Journal of International Economics, vol. 35, pp. 1-24. Elsevier, Julho, 1994. Disponível em: <https://mail-attachment.googleusercontent.com/attachment/u/0/?ui=2&ik=2bb982ee05&view=att&th=13e33d782f7d1e92&attid=0.3&disp=inline&realattid=f_hfu7e68t2&safe=1&zw&saduie=AG9B_P8v1n6-RgvkvZ1HTcb2lr9E&sadet=1368025909890&sads=6sovWBUH65k0ZQQ8cKDuI_IRlc>

EICHENGREEN, B.; SACHS, J. **‘Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s’**. The Journal of Economic History, vol. 45, nº4, pp. 925-946. Cambridge University Press, Dezembro, 1985. Disponível em: <https://mail-attachment.googleusercontent.com/attachment/u/0/?ui=2&ik=2bb982ee05&view=att&th=13e33d782f7d1e92&attid=0.2&disp=inline&realattid=f_hfu7e68p1&safe=1&zw&saduie=AG9B_P8v1n6-RgvkvZ1HTcb2lr9E&sadet=1368024367849&sads=1jR1odrJNc1v00BRcFFFf8rR_do>

EICHENGREEN, B.; TERMIN, P. **‘The gold standard and the great depression, 1919-1939’**. NBER Working Paper 6060, 1997.

FMI. **‘Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-cutting Themes and Possible Policy Framework’**. Fundo Monetário Internacional (International Monetary Fund), 14 de Fevereiro, 2011.

FMI. **‘World Economic Outlook’**. Fundo Monetário Internacional (International Monetary Fund), www.imf.com.

IRWIN, D. A. **‘The Return of the Protectionist Illusion’**. Artigo para “The Wall Street Journal”, 1/07/2012. Disponível em: <<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304058404577492882405657846>>

LEAGUE OF NATIONS. **‘Commercial Policy in the Interwar Period: International Proposals and National Policies’**. Economic, Financial and Transit Department, 1942. Edição de 1942.

LEAGUE OF NATIONS. **‘International Currency Experience: Lessons of the Inter-War Period’**. Economic, Financial and Transit Department, 1944. Edição de 1947.

MARCONDES, R. L. **‘Padrão-ouro e Estabilidade’**. Est. Econ., São Paulo, vol. 28, N. 3, pp. 533-559. Julho-Setembro, 1998. Disponível em: <<http://r1marcondes.files.wordpress.com/2009/10/marcondes-1998.pdf>>

MAZZUCHELLI, F. **‘Os Anos de Chumbo: Economia política internacional no entreguerras’**. Editora Unesp, 2009.

MAZZUCHELLI, F. **'A Grande Depressão dos Anos 1930 e a Crise Atual: Contrapontos e Reflexões'**. 2013.

PETTIS, M. **'A guerra cambial já foi declarada'**. Entrevista publicada pelo Estado de S. Paulo, 18/03/2013. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,a-guerra-cambial-ja-foi-declarada-,1010008.0.htm>>

POLANYI, K. **'A grande transformação: as origens de nossa época'**. 2ª Edição, Rio de Janeiro, RJ: Editora Campus, 2000.

ROSSI, P. **'O Mercado Internacional de Moedas, o Carry Trade e as Taxas de Câmbio'**. Observatório da Economia Global, CECOM – Unicamp. Campinas, Textos Avulsos nº5 – Outubro, 2010.

ROSSI, P. **'O protagonismo do derivativo no capitalismo contemporâneo'**. CADERNOS do DESENVOLVIMENTO, Rio de Janeiro, v. 7, n. 10, p.125-136, jan.-jun. 2012.

ROSSI, P. **'Política Cambial no Brasil: um Esquema Analítico'**. 10º Fórum de Economia FGV-EESP, 2013.

WALTON, G. M. & ROCKOFF, H. **'History of the American Economy'**. South-Western Thompson Learning, 2002.