

# Da periferia ao centro: a entrada e ascensão do dólar no Sistema Monetário e Financeiro Internacional (1913-1918)<sup>1</sup>

From the periphery to the center: the entry and rise of the dollar in the International Monetary and Financial System (1913-1918)

**CAROLINE YUKARI MIAGUTI** | carol.mia@gmail.com

Mestre e Doutoranda em Economia Política Internacional (PEPI/UFRJ).

**ERNANI TEIXEIRA TORRES FILHO** | ernanit@hotmail.com

Doutor em Economia e Professor do Programa de Pos-Graduação em Economia Política Internacional (PEPI/UFRJ).

**Recebimento do artigo** Fevereiro de 2021 | **Aceite** Abril de 2021

**Resumo:** Este trabalho investiga os primeiros passos de internacionalização do dólar dentro do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, durante a Primeira Guerra Mundial. A pesquisa buscou responder se essa iniciativa dos Estados Unidos era parte de um projeto político americano para tornar o dólar a moeda-chave internacional. A evidência histórica mostrou que a internacionalização da moeda americana foi uma resposta aos desafios criados pela Guerra, mas também foi impulsionada pelos bancos americanos, interessados em competir com a City londrina pelos negócios internacionais. O artigo aborda o desenvolvimento do sistema financeiro norte-americano, com ênfase na criação do Federal Reserve System, e no desenvolvimento do mercado de “aceites bancários” (*acceptance*). Esses dois elementos são relevantes pelo fato de terem sido a resposta dos americanos aos desafios financeiros impostos pela guerra e as inovações institucionais determinantes para a ascensão do dólar como moeda internacional. O trabalho também aborda a mudança na posição dos Estados Unidos na economia mundial, de uma potência militar e financeiramente periférica, em 1913, ao posto de principal credor líquido mundial – em dólares – ao final da Guerra. Trata-se de uma experiência histórica importante para iluminar as experiências modernas relacionadas à disputa pela liderança no sistema monetário internacional. **Palavras-chave:** Internacionalização do Dólar; Estados Unidos; Sistema Monetário e Financeiro Internacional; Federal Reserve System; 1ª Guerra Mundial.

**JEL:** N-12; E-42; E-58; G-15; G-21

**Abstract:** This work investigates the first steps towards the internationalization of the dollar in the International Monetary and Financial System, during the First World War. The survey sought to answer whether this

---

<sup>1</sup> Este trabalho foi feito a partir da pesquisa que deu origem à Dissertação de Mestrado “A Ascensão do Dólar e a Crise do Padrão Ouro-Libra (1913-1931)” apresentada em 2016 ao Programa de Economia Política Internacional - Instituto de Economia da UFRJ e contou com o apoio financeiro da CAPES.

initiative was part of an American political project to make the dollar the international key currency. Historical evidence showed that the internationalization of the American currency was a response to the challenges created by the War, but it was also driven by American banks, interested in competing with London City for international business. The article discusses the development of the North American financial system, with emphasis on the creation of the Federal Reserve System, and the development of the bank “acceptances” market. These two elements are relevant by the fact that they were the Americans’ response to the financial challenges imposed by the war and the institutional innovations crucial to the rise of the dollar as an international currency. The work also addresses the change in the United States’ position in the world economy, from a military and financially peripheral power, in 1913, to the position of the world’s main net creditor - in dollars - at the end of the War. It is an important historical experience to illuminate modern experiences related to the dispute for leadership in the international monetary system. **Keywords:** Dollar Internationalization; United States; International Monetary and Financial System; Federal Reserve System; Acceptances; First World War.

## INTRODUÇÃO

O dólar detém, desde 1945, a posição de moeda central do sistema monetário internacional. Essa supremacia se manteve a despeito das grandes mudanças introduzidas nas “regras do jogo” desse mercado que, a partir da década de 1970, marcaram o fim do Acordo de Bretton Woods. Diferentemente do seu antecessor, o atual sistema internacional é baseado na livre mobilidade de capitais e em taxas de câmbio flutuantes.

A conquista da hegemonia no sistema monetário moderno foi resultado da vitória dos EUA na 2ª Guerra Mundial, refletindo o novo contexto geopolítico, no qual os americanos emergiram como a principal potência militar e econômica do mundo. Havia uma grande assimetria entre a capacidade de produção da economia americana, e das economias envolvidas diretamente no conflito, e a ascensão do dólar como moeda internacional refletia a nova distribuição de poder. Entretanto, foi igualmente importante a estratégia americana de impedir que a Inglaterra reposicionasse a libra como uma competidora relevante na disputa pelo posto de moeda internacional, mesmo que limitada aos países integrantes da sua esfera imperial (TORRES, 2017).

Essa liderança no campo monetário coroou o longo processo de internacionalização da moeda americana, que começou três décadas antes, nos primeiros meses que se seguiram à Primeira Guerra Mundial (1914-18), quando o sistema monetário internacional ainda era baseado no padrão ouro-libra. Nesse regime, que dominou as finanças internacionais entre 1870 e 1914, a Inglaterra – a principal potência da época – era o emissor da principal moeda internacional. A libra denominava a maior parte das transações internacionais e compartilhava com o ouro a função de ativo de reserva dos demais países.

As décadas de supremacia financeira inglesa também marcaram o crescimento da economia americana. Os Estados Unidos já eram, nos primeiros anos do século XX, a maior economia do mundo, grande exportador de produtos agrícolas e, em menor escala, de bens industriais. Entretanto, a despeito dessa posição econômica, sua inserção no sistema financeiro internacional era atrasada e periférica. Era a única nação ocidental relevante importadora de capital<sup>2</sup> e que não contava com um banco central próprio. Possuía um mercado financeiro muito fragmentado, e dependia fortemente dos bancos ingleses e do Banco da Inglaterra para administrar o intenso

---

2 A Rússia também era grande importadora de capital, mas era uma potência econômica menos relevante nesse cenário.

ciclo anual de crédito, associado às necessidades de financiamento do plantio e do escoamento das safras agrícolas para o mercado internacional (DE CECCO, 1974). O início do conflito na Europa em 1914, mostrou que esse arranjo institucional era incapaz de atender às necessidades financeiras dos EUA (SILBER, 2007). Percebeu-se que seria necessário reformar os mecanismos que faziam a interface do sistema financeiro americano com o exterior. Ao mesmo tempo, a crise internacional abriu também possibilidades de ganhos competitivos nas finanças internacionais que os americanos souberam aproveitar.

O cenário nos primeiros meses da 1ª Guerra Mundial foi, do ponto de vista financeiro, desafiador para os EUA, uma vez que as outras grandes economias, diante da expectativa do início do conflito, suspenderam a livre conversibilidade de suas moedas em ouro. A resposta americana foi caminhar no sentido oposto: manter seu mercado de câmbio aberto com o intuito de fortalecer a confiança internacional na sua moeda. Essa decisão provocou inicialmente uma corrida contra o dólar. Entretanto, em poucos meses essa tendência se inverteu. O esforço militar europeu atraiu para Nova Iorque um grande volume de operações comerciais que passavam a ser realizadas, não mais em libras, mas em dólares. Ao mesmo tempo, os governos estrangeiros precisaram atuar em Nova Iorque para se financiarem, e garantirem que as taxas de câmbio de suas moedas frente ao dólar se mantivessem dentro dos níveis impostos pelo Padrão-Ouro.

Para dar conta dessa demanda externa, o governo e os bancos americanos decidiram criar um mercado amplo de títulos comerciais de exportação e importação com garantia bancária (*acceptance*). Ao mesmo tempo, o Federal Reserve, então recém-instalado, tomou para si o papel de provedor de liquidez de última instância desse mercado (SILBER, 2007). Esse arranjo tinha originalmente o objetivo de permitir que, ao final do conflito, o sistema financeiro americano tivesse condições de concorrer em igualdade de condições com as principais casas financeiras do velho continente no financiamento dos negócios internacionais.

Entretanto, o resultado final dessa iniciativa foi muito além do planejado. A longa duração e o alto custo do conflito fizeram com que as grandes potências europeias se defrontassem com uma situação até então impensável. Se viram obrigadas a tomar dívidas muito elevadas em dólares com os bancos e com o Tesouro dos EUA, e tornar líquidos seus créditos contra os americanos. Com isso, a grande finança internacional – inclusive os Tesouros europeus – foi, daí em diante, obrigada a incluir Nova Iorque e Washington em seus roteiros de negócios e de concertação financeira global junto com Londres e eventualmente Paris (AHAMED, 2009). O elevado endividamento em dólar deixado pela 1ª Guerra gerou para países europeus, vencedores e perdedores, uma situação de fragilidade financeira na moeda americana que se transmitiu para o sistema monetário e financeiro internacional e que posteriormente veio a dar lugar ao quadro de instabilidade gerado pela Crise de 1930<sup>3</sup>.

Essa fragilidade marcou o sistema financeiro internacional na década de 1920. A Inglaterra, por força de sua elevada dívida em dólares, não conseguiu mais atuar como administradora e estabilizadora do sistema monetário internacional apenas com o manejo da libra. Essa gestão, na prática, precisou ser sustentada pelo financiamento dos bancos americanos e pela política

---

3 Fragilidade e instabilidade financeiras são utilizadas nesse texto de acordo com as definições propostas por Hyman Minsky (1977) e Burlamaqui e Torres (2020).

acomodatícia do Fed. Entretanto, a crise de 1930 comprometeu definitivamente a capacidade de gestão financeira externa da Inglaterra, que, em resposta, limitou a conversibilidade a sua moeda apenas ao Império Britânico.

Esse trabalho parte do pressuposto de que o Sistema Monetário Internacional é um espaço de disputa geopolítica, onde a hierarquia monetária internacional é construída em torno da moeda-chave internacional (MEDEIROS; SERRANO, 1999). Desse ponto de vista, busca responder a uma pergunta específica: a internacionalização do dólar a partir de 1914 já constituía parte de um projeto político americano para tornar o dólar a moeda-chave internacional?

A hipótese aqui adotada é que não havia nos EUA em 1914 um projeto político nacional com esse objetivo. A internacionalização do dólar foi impulsionada pelo desejo dos bancos americanos de disputar mercados com os bancos ingleses. Não havia naquele momento por parte de Washington, nem de Nova Iorque, a pretensão de tomar de Londres a liderança do sistema monetário internacional. Ademais, inexistiam no mercado americano condições institucionais e operacionais mínimas para oferecer aos investidores internacionais os serviços necessários à plena utilização do dólar como a principal moeda no sistema internacional. Assim, a ascensão da moeda americana na hierarquia do sistema internacional no início da 1ª Guerra tinha como objetivo tornar o dólar mais uma entre as moedas de curso internacional, garantindo espaço aos bancos americanos na provisão de volumosos e crescentes empréstimos internacionais denominados na moeda americana. Era também uma necessidade decorrente das oportunidades comerciais e financeiras que a guerra abriu para os EUA como principal centro de fornecedor de suprimentos para as potências em conflito, e para Nova Iorque, como centro financeiro capaz de dar refúgio aos capitais em fuga e para a sustentação da paridade das demais moedas em ouro.

Desta forma, o objetivo deste artigo é mapear o início da internacionalização do dólar, a partir da entrada e ascensão dos Estados Unidos como uma economia central, no Sistema Monetário e Financeiro Internacional, durante a Primeira Guerra Mundial. Será abordado o desenvolvimento do sistema financeiro norte-americano, com ênfase na criação do Federal Reserve System, e no desenvolvimento do mercado de *acceptances*. A relevância destes dois elementos é evidenciada pelo fato de terem sido a resposta dos americanos aos desafios comerciais e financeiro impostos pela guerra e pela perda da centralidade da libra e do mercado londrino. Além disso, foram inovações institucionais determinantes para a ascensão do dólar como moeda internacional<sup>4</sup>. O trabalho também aborda a mudança na posição dos Estados Unidos na economia mundial, de uma economia periférica, em 1913, ao posto de principal credor mundial – em dólares – ao final da Guerra.

Esse artigo é composto por cinco seções, além desta introdução e da conclusão. A primeira seção caracteriza o sistema financeiro americano no período anterior ao Fed. A segunda aborda o processo de criação do Federal Reserve System. A terceira trata da estratégia americana para responder ao desafio imposto pela Primeira Guerra Mundial. A quarta seção compreende o período entre 1915-1918, a partir da ofensiva dos bancos americanos e da ascensão do dólar e a quinta aborda o desenvolvimento do mercado de *acceptances* norte-americano.

---

4 Foram também os principais palcos onde desenrolaram as relações entre a libra e o dólar na década de 1920.

## I. O SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO NO INÍCIO DO SÉCULO XX

Entre 1890 e 1914, os Estados Unidos se tornaram um gigante na economia mundial, com características particulares em relação às demais economias industriais europeias. Neste período os Estados Unidos eram o único país: 1) exportador de produtos manufaturados, que também exportava *commodities* agrícolas; 2) entre as potências ocidentais a se manterem como importadores de capital; 3) dos países centrais que não possuía um banco central. Apesar da indústria dos Estados Unidos ter se desenvolvido a passos largo desde 1870, a partir da segunda revolução industrial<sup>5</sup>, a economia do país ainda era em grande medida organizada em torno da agricultura (DE CECCO, 1974, p. 111). Além disso, a ausência de um sistema financeiro doméstico minimamente organizado institucionalmente tornava a economia americana dependente dos bancos de Londres, que era o principal centro financeiro mundial.

Em contrapartida, Londres já era o centro financeiro mundial, há pelo menos quatro décadas. O sucesso do desenvolvimento do sistema financeiro inglês tinha levado as outras potências a copiarem as inovações introduzidas pela Revolução Financeira Inglesa, baseada: na moeda bancária fracionária; na dívida pública transferível desvinculada do rei (Dutch finance); em um banco central submetido a uma limitação da emissão de moeda dada por seu estoque de ouro; e em um amplo e líquido mercado secundário de ativos financeiros (TORRES, 2017).

O Peel's Act de 1844 concedeu ao Banco da Inglaterra o status de banco central – a partir do controle da emissão monetária e, na prática, da centralização das reservas em ouro do país. Essa lei orientava o Banco da Inglaterra a atuar de modo a garantir a estabilidade ao sistema financeiro inglês, evitando os *booms* e as crises de crédito anteriores, e atuando também como prestador de última instância<sup>6</sup>. A expansão do comércio e da finança internacional a partir de 1860, em decorrência da liberalização comercial, transformou Londres na principal fonte de financiamento dos demais países, que recorriam à City em busca de recursos para financiar a exportação de *commodities*.

Accordingly London has become the sole great settling-house of exchange transactions in Europe [...] the number of mercantile bills drawn upon London incalculably surpasses those drawn on any other European city; London is the place which receives more than any other place, and pays more than any other place, and therefore it is the natural 'clearing-house'. The pre-eminence of Paris partly arose from a distribution of political power, which is already disturbed; but that of London depends

---

5 A segunda revolução industrial 1870-1914, diferente da anterior, foi marcada por novas tecnologias e desenvolvimento de indústria pesada, com ganhos crescentes de escala. A inovação tecnológica pedia amplos recursos financeiros para desenvolver a produção industrial. O fato de países como Estados Unidos e Alemanha apresentarem um crescimento significativo de sua população entre 1870 e 1914, advindo da imigração e unificação, respectivamente, contribuiu para o desenvolvimento do mercado nacional e logo para o desenvolvimento industrial. Ademais, a segunda revolução industrial foi marcada por uma nova organização industrial de conglomerados, com forte integração vertical e horizontal.

6 Para mais, ver Wood (2003, p. 75-88) e Meltzer (2003, p. 41).

on the regular course of commerce, which is singularly stable and hard to change. [...] Now that London is the clearing-house to foreign countries, London has a new liability to foreign countries. At whatever place many people have to make payments, at that place those people must keep money. A large deposit of foreign money in London is now necessary for the business of the world (BAGEHOT, 1873, p. 33).

A internacionalização dos negócios da City tornou o Banco da Inglaterra também o guardião das reservas internacionais de outros países, que preferiam depositar suas reservas em Londres – onde eram feitas as transações financeiras. Com isso, a libra ganhou na prática o status de moeda internacional, *as good as gold*. No dia-a-dia, os bancos ingleses podiam optar por investir “em casa” ou nos demais países, pautando suas decisões pela opção que apresentasse maior rentabilidade a depender do período. A concessão de empréstimos para os demais países deu impulso ainda maior ao processo de internacionalização da City, conduzindo os bancos ingleses e a libra ao domínio do sistema monetário e financeiro internacional.

Neste contexto, as transações financeiras com os bancos americanos representavam uma parcela significativa dos negócios da City de Londres. Para entender a dinâmica da economia americana neste período é necessário compreender a polarização entre o centro financeiro e industrial, localizado no leste dos Estados Unidos, e os grandes agricultores que se concentravam no sul e no oeste do país. O sistema bancário americano era, em 1909, composto por não menos que 22.491 bancos (DE CECCO, 1974, p. 112). Todos estavam conectados entre si por depósitos interbancários, e principalmente com os bancos de Nova York, onde estavam depositadas as reservas dos bancos nacionais. Essas instituições estavam sujeitas a uma regulação federal mais severa que a exigida aos bancos sujeitos apenas à regulação estadual e das companhias de *trust*.

Os bancos de Nova York eram bancos comerciais e, apesar de receberem os depósitos dos demais bancos, não tinham a capacidade de criar autonomamente reservas para o resto do sistema bancário. O principal mercado de liquidez do sistema bancário americano era o *Money Market* de Nova York, que centralizava os principais depósitos interbancários. Qualquer crise de liquidez em qualquer lugar dos Estados Unidos era solucionada a partir de empréstimos de Nova York. Na ausência de um Banco Central, a expansão da liquidez global do sistema americano era diretamente dependente de empréstimos que conseguissem obter em libras junto aos bancos de Londres. Com isso, na prática, o mercado bancário inglês e o Banco da Inglaterra operava como um banco central de liquidez de última instância<sup>7</sup>.

Com isso, a estrutura financeira dos Estados Unidos era à época incapaz de atender sozinha ao ciclo sazonal de sua agricultura. A colheita, entre os meses de agosto e novembro, fazia com que o dinheiro se movesse de Nova York para as áreas agrícolas. Entre novembro e dezembro o dinheiro continuava a fluir para o sul e para o oeste do país, financiando os gastos com o transporte da mercadoria. Os meses de janeiro de fevereiro não possuíam muita atividade agrícola, mas nos meses de março e abril começavam os plantios e o aumento da demanda por dinheiro para a compra de sementes. O dinheiro só retornava para os bancos de Nova York após

---

7 Este tema será aprofundado na próxima seção.

os fazendeiros receberem o pagamento das mercadorias, o que significava longos períodos de escassa liquidez para todo o sistema bancário americano. As oscilações na demanda por crédito na economia americana impactavam diretamente no *Money Market* de Londres, que em última instância funcionava como um provedor de última instância de liquidez na sua economia.

Os Estados Unidos, por serem os principais clientes estrangeiros dos bancos de Londres, eram também a maior fonte de instabilidade para o sistema financeiro inglês. Toda a sazonalidade creditícia da economia americana era amortecida pelos capitais ingleses. Além disso, os Estados Unidos depositavam seus superávits externos em Londres, mas, diferentemente da Índia que detinha grande parte de suas reservas em libras, mantinham uma grande parte desses recursos em ouro. Antes da criação do Federal Reserve, o Tesouro era responsável diretamente pelo armazenamento das reservas em ouro dos Estados Unidos. Assim, os Estados Unidos acumulavam grandes estoques de ouro, que não retornavam para o sistema bancário.

The combined gold reserves of the Treasury and the national banks grew to be a huge proportion of world official reserves: in 1889 they were worth 81 million pounds out of a total of 296 million; in 1899 they stood at 124 million out of 504; and in 1910 they totaled 273 million out of 867. The reserves of the three centre-countries combined (Great Britain, France, Germany) were worth no more than those of the United States alone. In 1910 the States even overtook them, contributing 273 million pounds against their 200 million (DE CECCO, 1974, p.120).

Até a eclosão da Primeira Guerra, o Banco da Inglaterra se via obrigado a periodicamente atender a enorme demanda por ouro proveniente dos Estados Unidos em determinados períodos do ano. Além disso, os Estados Unidos acumulavam um estoque crescente desse metal, chegando a possuir 31% do total das moedas de ouro do mundo em 1910<sup>8</sup>. Após a 1ª Guerra, a operação da economia dos Estados Unidos continuou sendo um desafio para a Inglaterra. Entretanto, a criação do Federal Reserve e a melhor institucionalização de seu sistema financeiro mudaram a inserção americana no sistema monetário internacional. Permitiu que o país participasse mais diretamente do gerenciamento do sistema, como um importante ator entre os pares europeus.

## II. A CRIAÇÃO DO FEDERAL RESERVE SYSTEM

Até a criação do Federal Reserve em dezembro de 1913, os bancos de Nova York atuavam na prática como os emprestadores domésticos de dólares de última instância

---

8 "The largest source of weakness for London was, however, the 'American Account'. The United States used the London money market as its central bank [...] London thus had to absorb all seasonal oscillations in the American demand for money and to cope with all the US crisis that resulted from a combination of seasonal and exceptional disturbances" (DE CECCO, 1974, pp. 120-121).

para o sistema financeiro americano<sup>9</sup>, porém sem o poder e a flexibilidade dos bancos centrais que haviam sido criados nos últimos anos ao redor do mundo.

The New York banks acquired the position of the Bank of England in the monetary system. As the ultimate bankers' banks, they were custodians of the nation's gold reserve, and they financed the money markets, being pulled into the role of lender of last resort without benefit of the privileges of that Bank (WOOD, 2003 p. 136).

A New York Clearing House, a maior câmara de compensação interbancária dos Estados Unidos, criada em 1853, funcionava como um mecanismo de cooperação entre os bancos para evitar que estes acumulassem grandes saldos inativos. O ajustamento diário dos balanços dos bancos contribuía para a estabilidade do sistema, evitando que uma redução no nível das reservas bancárias ocasionasse um movimento de manada por parte dos bancos que, visando proteger as suas reservas, intensificariam as crises de liquidez do sistema.

A Clearing House chegou a emitir moeda reserva para os bancos em momentos de crise, por meio de certificados que podiam ser usados na compensação das transações interbancárias. Desta forma, a câmara de compensações de Nova York promovia alguma elasticidade financeira da moeda, contribuindo para a estabilidade do sistema financeiro.

A manutenção dessa arquitetura financeira até os primeiros anos do século XX estava relacionada às dificuldades políticas de se criar um banco central nos Estados Unidos, por conta dos entraves existentes que impediam a conciliação dos interesses públicos e privados. Havia, de um lado, o temor de que um banco central privado colocasse os interesses dos investidores acima do bem público. A criação de um banco público sob o controle do governo incorria, de outro lado, no risco de que interesses políticos guiassem a política monetária. Havia um impasse, pois o Banco Central seria um instrumento de poder tanto nas mãos dos bancos, quanto nas mãos do governo.

A crise de 1907 foi essencial para colocar em marcha o projeto para a criação de um Banco Central<sup>10</sup> e, em 1913, o Presidente Woodrow Wilson ofereceu uma solução para conciliar os interesses públicos e privados. Ele propôs uma parceria público-privada, com a criação de doze *reserve banks* (bancos de reserva) privados, semiautônomos, e supervisionados pelo *Board of Governors*<sup>11</sup>, que teria sede em Washington. Os diretores dos *reserve banks*, representando os

9 Essa atuação dos bancos de Nova Iorque em momentos de crise era complementada pela atuação dos bancos ingleses e do Banco da Inglaterra no oferecimento de liquidez externa – ouro ou libras – para um sistema monetário americano que ainda dependia muito desse tipo de ativo para poder ampliar sua oferta de crédito e moeda.

10 A crise teve início na semana do dia 21 de outubro, e a corrida aos bancos iniciou com o Knickerbocker Trust Company, segunda maior companhia de Trust de Nova York. Esta era uma companhia de Trust e não um banco, ou seja, não emitia dinheiro. Não sendo um banco, tampouco era membro da New York Clearing House, que garantia liquidez aos bancos. Conforme a corrida às Companhias de Trusts assumiu proporções preocupantes para todo o sistema financeiro americano, os bancos foram forçados a suspender a conversibilidade de seus depósitos – em ouro e em dólares. Neste contexto, J.P Morgan e outras personalidades da esfera financeira, como os presidentes do National City Bank e do Chase National Bank, se reuniram com um plano de resgate no valor de US\$ 24 milhões. A crise evidenciou a necessidade de um Banco Central que atuasse como emprestador de última instância para injetar liquidez em caso de pânico e garantir a estabilidade do sistema financeiro americano (SILBER, 2007, p. 49).

11 O Board of Governors era um conselho público composto por oito membros. Seis membros eram apontados pelo presidente e os outros dois assentos eram ocupados pelo secretário do tesouro e pelo *comptroller* da moeda.

interesses comerciais, industriais e financeiros de cada região, controlariam o portfólio de seus respectivos bancos, as condições do crédito e o nível da taxa de juros<sup>12</sup>. As novas regras buscavam centralizar as reservas em ouro do país, aumentando sua disponibilidade em casos de crise, pois os *reserve banks* poderiam emprestar ouro entre si. Na prática, isso significava que o sistema funcionaria como um emprestador de última instância (MELTZER, 2003, p.3).

Assim, a estrutura inicial do Federal Reserve System refletiu essa preocupação em conciliar a natureza pública do Banco Central, com o controle responsável sobre o dinheiro e o crédito. A nova instituição seria responsável por prover uma moeda com valor estável e oferta elástica, constituir um sistema de pagamentos nacional eficiente, e prover serviços de um emprestador de última instância (WOOD, 2003, p.2). O Fed foi arquitetado com base no modelo dos Bancos Centrais europeus, mais especificamente o Banco da Inglaterra. Assim como na Inglaterra, o principal objetivo da política monetária seria proteger as reservas em ouro do país, o que nos Estados Unidos se converteu em uma preocupação com as taxas de juros do mercado no curto prazo e com as condições do *Money Market* (MELTZER, 2003, p. 191).

Quando criado em 1913, o presidente Wilson acreditava que o *Board of Governors* deveria funcionar como uma espécie de agência reguladora sobre os *reserve banks*, e o fato de se localizar na capital – em Washington – sinalizava que o conselho estava longe dos centros financeiros e de seus interesses, em Nova York. Contudo, com o passar dos anos, o poder dos *reserve banks* se sobrepôs ao conselho, que contava com profissionais de competência inferior aos presidentes dos diversos bancos regionais, principalmente com a liderança exercida por Benjamin Strong, presidente do Fed de Nova York<sup>13</sup>.

Strong viu no Federal Reserve Act a oportunidade de expandir internacionalmente as operações dos bancos americanos. Ele acreditava que o desenvolvimento de um mercado de câmbio e de *acceptances* era o meio de atingir seu objetivo de maneira consistente com os objetivos do Fed. Em sua carreira na presidência do Federal Reserve de Nova York ele se tornou um ávido defensor dos princípios do padrão-ouro, e acreditava que a estabilidade dos preços era o resultado de uma política monetária bem-sucedida – e não seu objetivo. A visão de Strong sobre a política monetária, ou fixação das taxas de desconto, era semelhante à visão dos ingleses, influenciada pelos escritos de Bagehot (1873). Suas políticas são vistas como uma tentativa de recriar a Lombard Street em Wall Street, com o Federal Reserve System – particularmente o Banco de Nova York – atuando como o Banco da Inglaterra (MELTZER, 2003, p. 22).

---

12 Apesar dos *reserve banks* possuírem autonomia na determinação das taxas de juros, estes eram supervisionados pelo conselho, o que explica o caráter semiautônomo destes bancos.

13 De acordo com Hicks (1989, p. 100), o sistema bancário necessita de um “centro” estabilizador que funcione como ponto focal para os demais bancos e que garanta a estabilidade do sistema, intervindo com ações anticíclicas caso haja uma crise. O autor aponta que nem sempre é necessário que este centro seja um banco central, como é comum pensarmos atualmente, no caso dos Estados Unidos no final do século XIX o centro estabilizador eram os bancos de Nova York. Nas crises anteriores, especialmente em 1907, Wall Street atuou como emprestador de última instância e socorreu as instituições financeiras insolventes. O autor aponta que o Federal Reserve de Nova York, dado o papel histórico dos grandes bancos da cidade, influenciou os primeiros anos do FED sob o comando de Benjamin Strong.

### III. A PRIMEIRA GUERRA MUNDIAL E A RESPOSTA AMERICANA

Com o início da guerra em julho de 1914, a corrida contra os bancos e instituições financeiras se generalizou em todo mundo. Na Europa, tanto a França como a Inglaterra tiveram que organizar grandes empréstimos para descontar os papéis dos bancos e dos corretores em dificuldade. Nos Estados Unidos a crise apresentou contornos ainda mais severos, uma vez que os Estados Unidos eram uma nação devedora, não possuíam um Banco Central, e o dólar ainda era uma moeda periférica.

Ao final de julho de 1914, os europeus começaram a liquidar seus investimentos financeiros em Wall Street, e, com esses recursos, comprar ouro para ser transferido para a Europa, visando financiar os gastos de guerra. Os Estados Unidos, que haviam perdido parte da credibilidade do seu sistema financeiro com a crise de 1907, estavam cientes de que, caso houvesse uma corrida contra o dólar, enfrentariam uma grave crise financeira. O temor de que os Estados Unidos abrissem mão do padrão-ouro nos tempos de guerra fez com que o valor do dólar despenhasse no início do conflito<sup>14</sup>.

De acordo com WILKINS (2004, p.02), em 24 de julho de 1914, um dia após o ultimato da Áustria para a Sérvia<sup>15</sup>, os europeus iniciaram uma venda massiva de ativos americanos na Bolsa de Nova York, e a paridade da libra passou de US\$ 4,86 para US\$ 4,88, atingindo o chamado ponto de exportação de ouro, quando, dado a paridade fixa, passava a ser vantajoso exportar diretamente ouro ao invés de trocar dólares por libras esterlinas.

Em 1914, os Estados Unidos possuíam aproximadamente US\$7,1 bilhões de investimentos estrangeiros, em sua maioria (75%) (WILKINS, 2004, p.08), na forma de títulos e ações do setor privado – principalmente de empresas ferroviárias e industriais. O investimento em títulos privados americanos tinha como objetivo compor carteiras de ativos financeiros ou adquirir o controle das empresas. Os títulos do governo federal e estadual americanos, bem como dos municípios, não eram a principal forma de investimento dos estrangeiros. Até a Primeira Guerra Mundial os Estados Unidos eram o principal destino do dinheiro dos investidores europeus e eram a nação que mais havia recebido investimentos estrangeiros em toda a história. Em 1914, esse montante era equivalente a 20% do PIB norte-americano (WILKINS, 2004, p. 05).

Conforme o tabuleiro europeu começava a se mover e a guerra se tornava uma realidade, os europeus passaram a vender seus ativos financeiros em busca de liquidez. Alguns títulos possuíam “gold clauses” (cláusulas de indexação ao ouro) ou taxas de câmbio pré-definidas com moedas estrangeiras, e poderiam ser convertidas em ouro. Como WILKINS (2004, p.08) descreve: ‘the securities were believed to be good as gold’.

---

14 Silber (2007) descreve como o Secretário do Tesouro, William G. McAdoo foi capaz de administrar a crise de 1914, que ameaçava a economia americana, e transformá-la em um triunfo no âmbito monetário

15 A Sérvia era acusada pela Áustria de ser cúmplice no assassinato do Arquiduque Francis Ferdinand, herdeiro do trono.

**Tabela 1. Ativos financeiros americanos vendidos pelos europeus desde a eclosão da Primeira Guerra Mundial em julho de 1914 até dezembro de 1915 (em milhões de dólares)**

<i>Residência dos vendedores</i>	<i>Quantidade</i>
Grã-Bretanha	950
Alemanha	300
França	150
Holanda	100
Suíça e outros países	50
Total	1.550

Fonte: New York Times, Dez. 18, 1915 (WILKINS, 2004, p. 37)

Neste cenário, no dia 31 de julho de 1914, o Secretário McAdoo fechou a Bolsa de Nova York por quatro meses com o objetivo de impedir a venda dos títulos americanos em posse de estrangeiros. Sem o acesso à Bolsa, os britânicos ficavam impedidos de obter os dólares provenientes da venda dos títulos e ações americanas negociadas em Wall Street e, assim, estava, impossibilitados de “drenar” o ouro americano. McAdoo, logo após o fechamento da Bolsa, inundou o país com papel moeda, com o objetivo de prevenir uma repetição do que ocorrera em 1907, ou seja, uma corrida aos bancos. A suspensão das atividades de Wall Street foi crucial para que os Estados Unidos enfrentassem a crise de 1914. Era necessário fechar a principal porta financeira que permitia à saída do ouro.

Ao final de setembro daquele ano, a libra já havia caído para \$5,02, uma diferença considerável em relação à cotação do dia 1 de agosto – quando a libra atingiu \$7,0. Entretanto, houve um consenso entre os bancos de que a bolsa de Nova York só deveria voltar a funcionar quando a paridade estivesse a favor dos interesses americanos, ou seja, uma taxa que não ocasionasse uma fuga para a libra, tampouco a exportação de ouro (WILKINS, 2004, p.10).

Em dezembro de 1914, a Bolsa de Nova York reabriu de forma limitada, permitindo a transação de determinados *bonds*, já que no mês anterior a libra havia retornado à paridade de \$4,86. As restrições ao funcionamento da bolsa foram retiradas em abril de 1915, sem que grandes danos tivessem sido causados à economia americana. As ações e títulos que foram vendidos durante a crise em meados de 1914 foram absorvidos pelos investidores americanos. O fechamento da Bolsa veio acompanhado de duas políticas igualmente importantes: o compromisso de um dólar atrelado ao padrão-ouro durante a guerra e o início das operações do Federal Reserve, criado em 1913, com o objetivo de instituir um Banco Central americano que sustentasse a posição do dólar – tanto na esfera doméstica, quanto na internacional.

Desde o início da Guerra, havia a percepção por parte dos financistas americanos de que Wall Street poderia tomar de Londres a posição de centro financeiro mundial.

Less than three weeks after the outbreak of the European conflict, Woodrow Wilson reviewed a road map for America’s march to world financial supremacy. Henry Lee Higginson, an investment banker in Boston, wrote to the president on August 20, 1914, that “England has been the

exchange place of the world, because of living up to every engagement, and because the power grew with the business. Today we can take this place if we choose; but courage, willingness to part with what we don't need at once, real character and living up to all our debts promptly will give us this power; and nothing else will. I repeat that it is our chance to take first place (SILBER, 2007, p.01).

Sendo assim, a crise se apresentava como uma oportunidade para os Estados Unidos entrarem no rol das grandes potências financeiras, uma vez que o dólar, neste período, ainda não se configurava como uma moeda internacional. A maioria dos contratos e dos títulos internacionais eram denominados em libras e, assim, manter a conversibilidade do dólar em ouro no período da guerra foi uma estratégia para posicionar o dólar no centro do sistema financeiro internacional. O fechamento da Bolsa de Nova York foi, sobretudo, uma medida para garantir o prestígio do dólar no padrão-ouro e o primeiro passo dos Estados Unidos em direção à supremacia financeira mundial.

Treasury Secretary McAdoo recognized America's opportunity to shine by remaining true to gold, just like the world's monetary superpower. A suspension of the gold standard in 1914 would have been a setback to American dreams of international financial leadership. The Panic of 1907 had already damaged U.S. credibility. A panic in 1914 would have been the second act in an American financial tragedy (...) Suspending the gold standard would have relegated the dollar to second class status. Sterling would have remained undisputed money of choice for international finance" (SILBER, 2007, p.05).

#### IV. O FINANCIAMENTO AMERICANO DE GUERRA AOS INGLESES: A OFENSIVA DOS BANCOS AMERICANOS E A ASCENSÃO DO DÓLAR (1915-1918)

Os impactos iniciais da Primeira Guerra Mundial sobre a economia mundial foram inicialmente caracterizados por choques de confiança e fugas de capitais. Em 1914, os Estados Unidos ainda eram uma economia devedora, vulnerável aos fluxos de capitais externos. Assim que a guerra eclodiu, o dólar declinou abruptamente em relação às moedas europeias. No entanto, com o decorrer do conflito, os Estados Unidos se tornaram a principal base de suprimento da máquina de guerra europeia e a corrida contra os ativos denominados em dólares cessou. Em consequência, os Estados Unidos começaram a apresentar grandes

superávits recorrentes na balança comercial, e o problema do dólar na esfera monetária internacional deixou de ser o de uma divisa fraca e passou a ser o de uma divisa extremamente forte (EICHENGREEN, 1992, p.68).

Passado o pânico inicial no mercado de divisas e após a desvalorização do dólar em relação ao franco e à libra, as operações voltaram a ocorrer – primeiro em Amsterdam e Zurique, e depois em Londres. Dado o cenário de guerra, a elevação do custo do seguro fez com a exportação de ouro em navios deixasse de ser uma alternativa economicamente viável para a manutenção das paridades. A guerra exacerbou o comando físico sobre o ouro frente a uso de registros de depósitos desse metal em terceiros países. Contudo, apesar das dificuldades, os Estados Unidos continuaram exportando ouro para a Inglaterra, e este processo se intensificou quando o Banco da Inglaterra em 12 de agosto de 1914 estabeleceu uma base em Ottawa. Assim, o ouro americano poderia ir de trem e não mais de navio para os cofres do banco central inglês, contornando o problema econômico do seguro do transporte por meio de navios. As exportações de ouro dos Estados Unidos elevaram a paridade da libra em relação ao dólar de \$4,86 para \$5,50, e entre agosto e novembro de 1914 as reservas de ouro da Inglaterra triplicaram.

Eventually, shipments of raw materials and manufactured goods overwhelmed these financial flows. The dollar value of U.S monthly exports tripled between August 1914 and the spring of 1915. As early as December, shipments of American commodities to Europe expanded sufficiently so that the United States enjoyed a small gold inflow. In 1915, the U.S. trade surplus exceeded \$1 billion for the first time in history. As the surplus mounted, the dollar rode the crest. The dollar glut gave way to dollar shortage for the duration of the war (EICHENGREEN, 1992, p. 70).

As exportações dos Estados Unidos triplicaram entre agosto de 1914 e meados de 1915. Em compensação, os países beligerantes passaram a importar cada vez mais matérias-primas e produtos manufaturados dos norte-americanos. Com isso, o dólar ao longo do conflito, foi deixando de ser uma moeda internacionalmente fraca e periférica para uma se tornar cada vez mais uma moeda escassa e desejada por estrangeiros. A valorização do dólar frente às divisas europeias significava para os países beligerantes um encarecimento de suas importações, afetando seus objetivos econômicos e militares.

In the summer of 1915, British government officials were becoming alarmed about the foreign exchange situation. In 1914, the dollar's depreciation had been everyone's concern. In 1915, with the war boom and the giant British purchases in America, demand for dollars pushed up their value. Thus, British authorities faced two associated problems: (1) the need for dollars to pay for the supplies acquired in America, and (2) the need to stabilize the exchange rate, since the depreciating pound (appreciating dollar) was making the British imports more expensive (WILKINS, 2004, p. 39).

Os aliados iniciaram uma cruzada para estabilizar as paridades para evitar que as flutuações nas taxas de câmbio dificultassem a manutenção dos objetivos militares e a provisão de recursos durante a guerra. O objetivo principal era conter a valorização do dólar frente à libra. O primeiro passo foi a elevação da taxa de redesconto inglesa visando atrair capitais de curto prazo, mas o desmantelamento dos mercados de redesconto em decorrência do cenário de guerra tornou a medida inútil.

For the allies the Sterling/dollar rate was the key. Pegging sterling to the dollar created a sizeable currency area comprised of the United States, the United Kingdom, and the British Empire and Commonwealth. Since the Allies relied on the United States and the British Empire for the bulk of their supplies, pegging to the dollar insulated import costs from exchange rate fluctuations. This sterling-dollar area also provided a stable core to which other currencies might adhere (EICHENGREEN, 1992, p.71).

O segundo passo na cruzada para a estabilização das paridades foi o envio de ouro para os Estados Unidos. Em 1915, a Inglaterra despachou ouro para os Estados Unidos desde Londres e Ottawa. Eichengreen (1992, p.72) aponta que assim como os países neutros, os Estados Unidos também temiam que o grande influxo de ouro tivesse consequências inflacionárias<sup>16</sup> e, assim, o próximo passo foi a concessão de um empréstimo de estabilização no valor de US\$ 500 milhões, negociado por uma comissão anglo-francesa enviada aos Estados Unidos. O empréstimo estendido aos aliados foi negociado pelo banco J.P. Morgan, que se tornou o banco oficial para as operações de câmbio envolvendo os Estados Unidos, a Inglaterra e a França até 1917, quando os empréstimos a esses países passaram a ser oficiais. Este primeiro empréstimo marcou o final da “neutralidade” americana (EICHENGREEN, 1992, p.84).

O acordo assegurava o empréstimo por meio de títulos da dívida pública americana, ou *securities*, que compunham os ativos em moeda estrangeira dos Tesouros da Inglaterra e da França. Assim, a libra foi atrelada ao dólar a uma taxa de desconto de 2%. Era conveniente para os aliados atrelar as duas moedas, pois importavam, principalmente, produtos americanos e advindos dos países que compunham o Império Britânico. Uma área monetária onde a libra e o dólar estivessem atrelados a uma paridade fixa reduziria os custos advindos de flutuações nas taxas de câmbio e criaria um núcleo estável, servindo de referência para as demais moedas.

Este foi o caso da França, na primavera de 1915, ao se deparar com a crescente desvalorização do franco. O Banco da França, apesar da tradição de manter grandes reservas de ouro, enviou lingotes de ouro para a Inglaterra no valor de 20 milhões de libras, como garantia para um empréstimo de 42 milhões de libras para o tesouro francês. Esta operação atrelou o franco à libra, estabilizando a paridade entre as duas moedas, e também contribuiu para aproximar a paridade entre o franco e o dólar.

---

16 Esta é a visão do autor que, em decorrência de seu arcabouço teórico, acredita que o influxo de ouro teria consequências inflacionárias para os Estados Unidos. Neste trabalho não concordamos com esta perspectiva.

WILKINS (2004, p.41) aponta que três grandes empréstimos foram estendidos de Nova York, mais especificamente dos Morgans, para a Inglaterra – US\$ 250 milhões em setembro de 1916, US\$ 300 milhões em outubro do mesmo ano, e outros US\$250 milhões em janeiro de 1917. Todos estes empréstimos foram obtidos a partir da mobilização de *securities* que foram utilizadas como colateral. O governo inglês passou a comprar *securities* americanas de seus cidadãos, apelando para o nacionalismo, para a necessidade de mobilizar recursos para a guerra. Os Estados Unidos entraram na guerra em abril 1917 e, a partir de então, pela primeira vez o governo dos Estados Unidos se tornou prestador oficial ao governo inglês.

A partir da entrada dos Estados Unidos na guerra, a política de manutenção das paridades passou a ser exercida através do controle direto. Os empréstimos para os aliados só poderiam ser feitos com o consentimento do Federal Reserve Board, bem como operações que envolvessem transações internacionais e a venda de *securities*.<sup>17</sup>

Os empréstimos oficiais do governo americano para os aliados tiveram início em 24 de abril de 1917, dezoito dias após a declaração de guerra americana, quando foi aprovado o First Liberty Act, o qual autorizava a venda de até US\$ 5 bilhões de *bonds* para o público americano, com o objetivo de atender a demanda dos aliados por dólares. A ideia de McAdoo era criar títulos acessíveis à população americana para atrair a quantia necessária para continuar financiando a guerra na Europa – uma quantia de fato imensa. Ao total foram cinco *Liberty Loans* aprovados pelo Congresso americano ao longo da guerra, sendo o último conhecido como *Liberty Victory Loan*<sup>18</sup>. Ao todo foram emitidos aproximadamente US\$ 21,3 bilhões de *bonds* com o objetivo de financiar a guerra (ROCKOFF, 2005, p.323).

**Tabela 2. Empréstimos estendidos aos aliados durante a Primeira Guerra Mundial (Em milhões de dólares)**

Data	Liberty Loans	Juros (%)	Emissão
Mai-Jun 1917	First Liberty	3.5	1.989
Out 1917	Second Liberty	4	3.808
Abr-Mai 1918	Third Liberty	4.5	4.177
Set-Out 1918	Fourth Liberty	4.25	6.993
Abr-Mai 1919	Victory Loan	4.75	4.498

Fonte: Meltzer (2003, p.87)

17 Até 1917 o banco J.P. Morgan & Co. foi o principal prestador dos aliados, no entanto, em 1918 – quando os empréstimos já haviam se tornado oficiais – parte de um empréstimo estendido aos britânicos seria liquidado a partir da venda das *securities* americanas oferecidas como colaterais. O governo americano quitou a dívida britânica junto ao J.P. Morgan, e assumiu o controle sobre os colaterais.

18 An Act to authorize an issue of bonds to meet expenditures for the national security and defense, and for the purpose of assisting in the prosecution of the war, to extend credit to foreign governments, and for other purposes. Be it enacted by the Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled, That the Secretary of the Treasury, with the approval of the President, is hereby authorized to borrow, from time to time, on the credit of the United States for the purposes of this Act, and to meet expenditures authorized for the national security and defense and other public purposes authorized by law not exceeding in the aggregate \$5,000,000,000, exclusive of the sums authorized by section four of this Act, and to issue therefor bonds of the United States. (Federal Reserve Bulletin de Abril, 1917)

Ao final da guerra, a posição externa dos Estados Unidos não mais se assemelhava à de um país que, em meados de 1914, nem ao menos possuía um Banco Central ativo. Os americanos deixaram o posto de devedores internacionais para se tornarem os principais credores que alimentavam, com dívidas denominadas na sua moeda, a máquina de guerra europeia. Os europeus se tornaram cada vez mais dependentes financeiramente dos Estados Unidos ao longo do conflito.

As importações que abasteciam a indústria de guerra dos aliados eram advindas dos Estados Unidos, e estes países, em especial a França e a Inglaterra, incorreram em déficits comerciais correntes durante o conflito. Estes déficits eram financiados por meio da liquidação de ativos externos, e por meio de empréstimos internacionais. Eichengreen (1992, p.83) aponta que entre 1914 e 1921, a Inglaterra liquidou cerca de 251 milhões de libras, o equivalente a 70% dos ativos americanos detidos pelos ingleses antes do início da guerra. No caso da França, a quantidade de ativos denominados em dólares era baixa, e aproximadamente 70% dos ativos em dólares em posse dos cidadãos franceses foram liquidados ao longo da guerra, menos que 8% do total dos ativos externos do portfólio francês em 1913. De acordo com WILKINS (2004, p.45), através de vendas de ativos privados ou através do governo, entre 1º de julho de 1914 e abril de 1917, aproximadamente US\$ 3,1 bilhões de *securities* americanas foram repatriadas.

Os títulos das ferrovias americanas compunham a maioria dos ativos em dólares retidos por estrangeiros e, oferecendo estes títulos como colateral, a França, a Inglaterra e os aliados obtinham crédito no mercado americano. A corrida para o dólar e a venda de ativos americanos fez com essas *securities* fossem repatriadas durante a guerra. Ademais, os investidores americanos adquiriram uma variedade de *securities* de outros governos.

Along with the repatriation of U.S. securities formerly held abroad and the accumulation of dollar liabilities by European borrowers, American investors acquired a variety of foreign government securities. In addition to the 1915 Anglo-French loan, American investors purchased \$900 million of British securities, \$700 million of French securities, and \$200 million of other foreign bonds. These obligations were dwarfed, however, by credits extended directly by the U.S. government following America's entry into the war. These amounted to more than three times the value of foreign government securities in the hands of American investors. Together, these transactions transformed United States from a net foreign debtor to a net foreign creditor. American foreign liabilities were reduced from \$7 billion to \$4 billion by the end of 1919. America's portfolio of foreign securities grew from \$1 billion to \$3 billion; while the federal government held foreign public obligations whose value approached \$12 billion (EICHENGREEN, 1992, p.85. Grifo nosso).

A mudança na posição dos Estados Unidos é bem ilustrada em WILKINS (2004, p.64). A autora faz uma comparação entre a quantidade de investimento estrangeiro nos Estados Unidos entre junho de 1914 e dezembro de 1918, e também dos investimentos americanos no exterior. Em junho de 1914, os estrangeiros detinham US\$ 7,1 bilhões de investimentos nos EUA; ao passo que, em dezembro de 1918, este valor foi reduzido para US\$ 2,9 bilhões. O dinheiro que

entrava nos Estados Unidos era na sua maioria através de investimentos em portfólio. O valor mais impressionante, no entanto, é o referente ao crescimento dos investimentos americanos no exterior. Em junho de 1914, os Estados Unidos possuíam US\$ 3,5 bilhões de ativos no exterior, majoritariamente privados. Em dezembro de 1918, este valor subiu para US\$ 13,7 bilhões – dos quais US\$ 7,5 bilhões eram empréstimos oficiais do governo americano para outros governos.

## V. O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE ACCEPTANCES NOS ESTADOS UNIDOS

Uma vez consolidada uma demanda por dólares a partir da exportação de manufaturados para a Europa a partir da Primeira Guerra, tornou-se necessário criar os meios de provisão de liquidez compatíveis com o novo papel da moeda americana. O mercado de crédito internacional em Nova Iorque surgiu nesse contexto, o que permitiu que o dólar fluísse pelo resto do mercado financeiro internacional. Com isso, os bancos americanos passaram a competir com a City e, logo, o dólar passou a disputar espaço com a libra no Sistema Financeiro Internacional.

Até 1900, os bancos americanos atuavam como parceiros menores dos bancos ingleses. Os interesses de ambos os países eram compatíveis, pois os Estados Unidos exportavam principalmente *commodities* agrícolas, ao passo que a Inglaterra produzia e exportava manufaturados. No entanto, este cenário mudou após a virada do século e, em 1913, a porcentagem de produtos manufaturados dos Estados Unidos chegou a responder por 49% do total de exportações. Esta mudança na pauta americana incitou um movimento, por parte do empresariado, para que o sistema financeiro americano se internacionalizasse e impulsione o mercado de manufaturas (PARRINI, 1969, p.102).

Parrini (1969) destaca que o principal interesse dos banqueiros e industriais americanos entre 1914 e 1920 era tornar os Estados Unidos o centro financeiro do mundo, e para isso tentavam reproduzir a experiência britânica para atingir a supremacia financeira – ou seja – esses grupos queriam que os negócios americanos se expandissem mundialmente, através de filiais no exterior, para concorrerem com a City.

Eichengreen e Flandreau (2010, p.03) apontam que neste período, após a instituição do Federal Reserve Act (1913), surgiu o mercado de *acceptances* (aceites bancários) nos Estados Unidos, dando origem a um novo mercado internacional de crédito em dólares, o *Money Market* americano. Os *acceptances* eram instrumentos de dívida de curto prazo, garantidos por um banco comercial, sendo títulos de crédito que poderiam ser objetos de compra e venda por terceiros. De acordo com os autores, até aquele momento, o comércio americano era financiado principalmente pelos bancos ingleses, de forma que um exportador americano poderia obter crédito apresentando documentos que comprovassem que a mercadoria já havia sido despachada, e que o pagamento seria realizado em breve. Assim, o exportador obtinha dinheiro enquanto a mercadoria ainda estava em trânsito. O banco realizava esta operação através de um correspondente, ou *acceptor*, que aceitava a carta de crédito concedida pelo banco ao exportador. Ao final desta

operação eram gerados os *acceptances*, instrumentos líquidos, comercializados nos mercados secundários, e que eram segurados pelas mercadorias, pelo banco e pelo correspondente<sup>19</sup>.

Devido às restrições impostas aos bancos americanos para realizarem operações no exterior, e devido ao tamanho e à profundidade do sistema financeiro americano, o comércio dos Estados Unidos era financiado em Londres pelos bancos ingleses. Esses títulos eram denominados em libras. Eichengreen e Flandreau (2010, p.03) destacam três motivos que explicam a supremacia financeira inglesa neste período, e principalmente no mercado de *acceptances*. Os bancos de investimentos ingleses possuíam vantagens por serem pioneiros. Havia um mercado secundário grande e profundo. Além disso, o Banco da Inglaterra que funcionava como empresário de última instância do sistema – comprando os *acceptances* que não fossem vendidos. Dessa forma, a provisão de crédito ao comércio exterior (*trade credit*) era em todo o mundo monopolizada pelos bancos ingleses, por meio de títulos denominado em libras.

Jacobs (1910) escreveu sobre a importância de se desenvolver um mercado de *acceptances* nos Estados Unidos, apontando a diferença entre os sistemas financeiros dos países europeus, como a Inglaterra, Alemanha e França, e o sistema financeiro norte-americano. De acordo com o autor, os ativos dos grandes bancos europeus eram compostos principalmente por letras de câmbio, enquanto os ativos dos bancos de Nova York eram em sua maioria compostos por títulos e ações. O National Bank Act que regulava o sistema financeiro americano não permitia que os bancos locais emitissem aceites. No entanto, o mercado de *acceptances* era muito mais uniforme e seguro do que o de notas promissórias ou *commercial papers*, cujo valor e credibilidade dependiam de questões mercantis e comerciais. Desta forma a estrutura do sistema de crédito americano gerava ônus para os comerciantes americanos, que se viam prejudicados para competir com os comerciantes europeus. Estes últimos dispunham de um sistema de financiamento muito mais barato e eficaz, até por que denominavam as mercadorias transacionadas em sua própria moeda.

A inexistência de um mercado de *acceptances* nos Estados Unidos implicava que o comércio americano era denominado principalmente em libras, uma vez que o financiamento era proveniente de bancos ingleses.

The trade surplus the USA enjoyed year after year, from its industrial self sufficiency and agricultural exports, should have induced large gold inflows. In reality, however, much less gold than might be expected actually entered the States; so it must be assumed that most of it stopped in London. This was because a very large part of the United States foreign trade was financed in Sterling, in London, since London accepting houses had great experience in the American market (DE CECCO, 1974, p.114).

---

19 Em outras palavras, os *acceptances* eram letras de câmbio em que o sacado (aquele que paga a dívida) era um banco comercial. Para isso, o banco escreve na letra que aceita a dívida e assina. Esse título poderia ser vendido a intermediários financeiros e corretoras ou ser descontado em bancos.

Broz (1999, p.46) aponta que até 1913: “Sterling remained the primary currency for invoicing and settling U.S. trade, and sterling bills formed the basis not only of British trade with the United States but also of U.S. trade with other regions”.

O Federal Reserve Act e a reforma do National Bank Act retiraram a camisa de força que impedia os bancos americanos de atuarem no exterior. Por sua vez, a atuação do Fed como emprestador de última instância, fornecendo liquidez ao mercado secundário americano, permitiu que os Estados Unidos passassem a competir com a Inglaterra no fornecimento de crédito internacional. A Primeira Guerra Mundial foi a janela de oportunidade que os Estados Unidos precisavam para entrar na disputa pela supremacia financeira com os outros centros financeiros europeus.

WILKINS (2004, p.58) aponta que entre 1917 e 1918 ocorreram mudanças substanciais na situação das instituições financeiras estrangeiras localizadas nos Estados Unidos, sob as novas regras do Federal Reserve System. A nova legislação, bem como as condições especiais em período de guerra, permitia uso de *acceptances* pelas instituições financeiras americanas. Essa mudança fez com que as instituições financeiras inglesas – que até então haviam financiado o comércio americano com *acceptances* denominadas em libras – passassem a competir com as instituições financeiras americanas. Assim, houve um movimento por parte dos bancos ingleses e de outras nações aliadas, que passaram a abrir filiais em Nova York para comercializarem *acceptances* em dólares.

Thus, Frederick Huth & Co., a British merchant bank, which had participated in American business for nearly a century, for the first time in 1917 started its own New York house, Huth & Co., which would handle dollar acceptances, mainly in connection with the growing U.S.–South American trade. Another British merchant bank, Baring Brothers (its American interests dated back to the eighteenth century) cooperated with Kidder Peabody, Boston, in a firm, newly named the New England Investment Company. Other banks from Allied nations (including the two from Japan) established new agencies in New York. What was truly new in these war years was the role of the federal government; never in U.S. history had the federal government been so much a participant in American economic life—and this involvement spread over to affect all aspects of foreign investment within the country (WILKINS, 2004, p.58).

Os banqueiros de Nova York acreditavam que o financiamento do comércio americano através de Londres deveria ser eliminado com o Federal Reserve Act. Destarte, a partir da criação de filiais no exterior, seria criado um mercado de dólares que ligaria diretamente os Estados Unidos à América Latina e ao Oriente e eliminaria a vantagem que Londres detinha até então. A posição internacional da libra era vista pelos banqueiros como um dos motivos pelos quais a City detinha o monopólio do crédito internacional.

[...] Murray Carleton, Chairman of the Board of Carleton Ferguson Dry Goods Co. (St. Louis), advocated that American business take

advantage of Europe's preoccupation with war to establish an independent American branch bank system; It was "the duty of the American business man to make himself independent in the markets of the world... If branch banks [were] established immediately." Carleton reasoned, they could be established "without suffering from the competition they would have to meet under normal conditions." This was the way for America to take its "proper place in the international trade of the world (PARRINI, 1969, p.105).

De acordo com Eichengreen e Flandreau (2010, p.06), o Federal Reserve System foi crucial para impulsionar o papel do dólar como moeda internacional, não somente pela reforma regulatória, mas principalmente por promover a criação de um novo mercado de crédito – denominado em dólares. O Fed melhorou a competitividade dos títulos americanos frente aos títulos ingleses, e a conversibilidade limitada da libra durante a guerra também contribuiu para tornar o mercado americano mais atraente, pois Nova York era o único mercado de câmbio aberto relevante e centralizou as operações de câmbio, inclusive de intervenção dos países europeus, até 1917.

Houve, assim, uma disputa entre os bancos centrais entre as décadas de 1910 e 1920, e o Fed se esforçou para tornar os *acceptances* americanos mais atrativos do que os oferecidos pelos seus competidores em Londres (EICHENGREEN; FLANDREAU, 2010, p.08). A disputa revela que a promoção da competitividade internacional de Wall Street e do dólar eram parte da política do Federal Reserve. Em contrapartida, os ingleses buscaram proteger a posição da City e expandir filiais de seus bancos – principalmente na América Latina, principal local de disputa entre os Estados Unidos e a Inglaterra<sup>20</sup>.

Eichengreen e Flandreau (2010, p.18) afirmam que a criação do mercado de aceites bancários nos EUA foi um processo tanto *Market-led*, como *Government-led*. Os autores apontam que tanto o processo de expansão das filiais bancárias e o aumento das exportações americanas, como o papel do Fed que garantiu liquidez e confiança ao mercado secundário americano, foram responsáveis pelo sucesso do mercado de *acceptances* denominados em dólares.

Os bancos americanos que tinham como objetivo internacionalizar o dólar, e também expandir os seus negócios mundialmente, necessitavam de um banco central forte, que competisse com o Banco da Inglaterra e ampliasse a liquidez e a confiança nos mercados americanos. Por outro lado, era estratégico para os Estados Unidos que o seu comércio internacional fosse financiado e denominado em sua própria moeda. De fato, a partir de 1917, houve um crescimento considerável no mercado de *acceptances* em dólares (EICHENGREEN; FLANDREAU, 2010, p.08), demonstrando que estes papéis financiavam os esforços de guerra americanos.

---

20 Ademais, juntamente com uma política externa financeira havia a questão estratégica imposta pela guerra e a Inglaterra tinha como objetivo limitar o crédito para a Alemanha e ao seu comércio. Durante e após a guerra, a Inglaterra expropriou as filiais bancárias dos bancos alemães na América Latina, que utilizavam Londres como entreposto, e passou a operar por meio destes – acirrando a disputa com os bancos americanos.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se propôs a responder se a internacionalização do dólar a partir de 1914 era parte de um projeto político dos EUA para tornar o dólar a moeda-chave internacional, e quais fatores impulsionaram, naquela oportunidade, a rápida ascensão da moeda americana no Sistema Monetário e Financeiro Internacional. Para tanto, foi necessário investigar o processo de internacionalização do dólar, com ênfase no desenvolvimento do sistema financeiro americano no contexto da Primeira Guerra Mundial.

Em 1913, o dólar ainda não se configurava como uma entre as moedas mais relevantes na hierarquia do sistema financeiro internacional. Os EUA careciam de um banco central e eram muito dependentes dos bancos ingleses. No entanto, ao final dos quatro anos da 1ª Guerra, os Estados Unidos já ocupavam a posição de principal credor mundial com base em dívidas denominadas em dólar, acumuladas. Daí em diante, as potências europeias e, particularmente, o Banco da Inglaterra, dependeriam de um fluxo permanente de dólares para conseguir saldar suas dívidas nessa moeda e, conseqüentemente, conseguirem estabilizar suas taxas de câmbio em um mundo ainda baseado, pelo menos formalmente, em um sistema de paridades fixas. A assimetria de poder econômico entre os Estados Unidos e as demais potências ocidentais refletia na hierarquia monetária internacional, revelando um novo tipo de fragilidade financeira e dependência econômica e política com relação aos EUA. Assim, a moeda americana ascendeu rapidamente na hierarquia do sistema monetário internacional, ameaçando a liderança da libra, e os bancos de Wall Street passaram a competir em igualdade de condições com os da City de Londres pela estruturação das grandes operações financeiras internacionais.

No período aqui analisado, a internacionalização do dólar consagrou a entrada dos Estados Unidos como um ator de grande relevância na operação e principalmente na concertação do sistema monetário internacional vigente, baseado no padrão ouro-libra. Não se tratou ainda de uma disputa política do Estado americano pela liderança do sistema monetário internacional. Foi simplesmente a ocupação competitiva de um espaço financeiro gerado no vácuo do conflito com o objetivo de ascender neste ordenamento como um entre os parceiros mais relevantes. O dólar no período aqui apresentado conseguiu em curto período de tempo galgar posições mais elevadas na disputa com seus pares, mas sem ter pretensões de romper as regras do jogo estabelecidas pela Inglaterra. Em suma, os primeiros esforços de internacionalização do dólar apresentam-se como um movimento inicialmente defensivo por parte dos Estados Unidos. Os elementos que impulsionaram a internacionalização inicial do dólar foram respostas aos desafios imposto pela guerra.

Essa resposta se baseou em um esforço público-privado para oferecer serviços financeiros em dólares que atendessem a necessidade dos exportadores e financiadores americanos, bem como dos demais países importadores no contexto da Primeira Guerra Mundial. Essa iniciativa inseriu definitivamente os bancos americanos na provisão de crédito internacional. A guerra foi crucial para alterar a posição dos países no cenário internacional, e a ascensão do dólar no sistema monetário e financeiro internacional só pode ser entendida a partir desta perspectiva.

Não há registros do uso do dólar como moeda internacional até 1913, apesar de os Estados Unidos já ocuparem naquele período o posto de segunda maior economia exportadora do mundo. É um fato que a guerra impulsionou as vendas americanas para o exterior. Entretanto,

antes mesmo do conflito, já havia demanda suficiente para que o dólar tivesse o mínimo de visibilidade na esfera financeira internacional. A quase ausência da moeda americana nos círculos da alta finança internacional pode ser explicada pelo caráter ainda primitivo da institucionalidade do sistema financeiro local e pelas dificuldades políticas de reformá-lo.

A eclosão da Primeira Guerra Mundial tornou impostergável a denominação do comércio americano em dólares. A criação do mercado de *acceptances* não representou apenas a independência do comércio externo americano em relação à City, mas a denominação do comércio americano e, conseqüentemente, a originação de uma elevada dívida soberana dos principais países europeus em dólares. Esta é a chave para entender porque o desenvolvimento da esfera financeira foi crucial para consolidação da demanda mundial por dólares. A guerra criou para o Estado americano um impasse que foi solucionado com reformas institucionais como a instalação do Federal Reserve e a mudança no sistema bancário. Assim, a ascensão do dólar, no período aqui analisado, foi uma bem-sucedida parceria entre os setores público e o privado em que os mercados tiveram um papel relevante, mas dificilmente teriam alcançado a posição que chegaram sem o apoio do Estado americano como um ator essencial.

A oportunidade criada pelo conflito mundial e a resposta agressiva dos EUA redundaram em uma mudança estrutural na conformação de dívida entre as grandes potências, que resultou em uma enorme fragilidade financeira dos europeus na moeda americana. Essa fragilidade comprometeu a capacidade de o Banco da Inglaterra reassumir seu papel tradicional de gestor e estabilizador do sistema internacional depois do retorno da libra à paridade em ouro em 1925 e, com isso, abriu espaço para a que os graves problemas verificados na bolsa americana em 1929 degenerassem, no ano seguinte, na “Crise de 1930”.

A experiência histórica da ascensão do dólar ao topo da hierarquia do sistema monetário internacional ao final da 1ª Guerra Mundial ilustra os desafios que estão associados, no mundo atual das finanças globalizadas, a qualquer tentativa de desafio da liderança exercida pela moeda americana desde 1945. Não basta que a economia de uma nação seja grande e razoavelmente integrada ao comércio internacional para que sua moeda seja capaz de tomar a liderança do sistema internacional. É essencial que os capitais privados externos atuem permanentemente no mercado de capitais do país emissor e originem uma massa relevante de dívidas e de ativos (derivativos, por exemplo) de estrangeiros denominados na moeda ascendente e que sejam transacionados e liquidados livremente nesse mercado nacional. Desse ponto de vista, a moeda chinesa, por exemplo, não constitui até o momento uma ameaça à liderança internacional do dólar (TORRES; POSE, 2018).

## REFERÊNCIAS

- AHAMED, Liaquat (2009). **Lords of Finance: The bankers who broke the world**. New York: Penguin books.
- BAGEHOT, Walter (1873). **Lombard Street: a description of the money market**. 3a ed. Henry S. King & Co, London.

- BROZ, J. Lawrence (1999). **Origins of the Federal Reserve System**: International Incentives and the Domestic Free-Rider Problem. *International Organization*, Vol. 53, No. 1 (Winter), pp. 39-70.
- BURLAMAQUI, Leonardo; TORRES, Ernani (2020). The COVID-19 Crisis: A Minskyan Approach to Mapping and Managing the (Western?) Financial Turmoil. Working Paper No. 968. Levy Institute, Bard College
- DE CECCO, Marcello. (1974) **Money and Empire**. The International Gold-Standard, 1890-1914. Basil Blackwell: Oxford.
- EICHENGREEN, Barr. (2000). **A globalização do capital**: Uma história do Sistema Monetário Mundial. São Paulo: Ed. 34.
- \_\_\_\_\_ (1992). **Golden Fetters**. Oxford University Press.
- EICHENGREEN, B.; FLANDREAU, M. (2010). The Federal Reserve, the bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-1939. BIS Working papers, n. 328. Nov.
- FEDERAL RESERVE (1917). **Federal Reserve Bulletin**, Abril. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/>
- HICKS, John (1989). **A Market Theory of Money**, OUP Catalogue, Oxford University Press.
- JACOBS, Lawrence M. (1910). **Bank Acceptances**. National Monetary Commission, Washington: Government Printing Office,
- MEDEIROS, C.; SERRANO, F. (1999). Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, J. L. **Estados e moedas**. Rio de Janeiro: Vozes.
- MELTZER, Allan. (2003). **A History of the Federal Reserve**, vol.1, Chicago and London: The University of Chicago Press.
- MINSKY, Hyman (1977). “**A Theory of Systemic Fragility**”. *Hyman P. Minsky Archive*. 231. [https://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/231](https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/231)
- PARRINI, Carl (1969). **Heir to empire**: U.S. financial diplomacy, 1916-1923, Pittsburgh: University of Pittsburgh Press.
- ROCKOFF, Hugh (2005). **Until it's over, over there**: the U.S economy in World War I. In: The economics of World War I. Edited by. BROADBERRY, Stephen; HARRISON, Mark. Cambridge University Press.
- SILBER, William L. (2007). **When Washington shut down Wall Street**: The great financial crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy. Princeton: Princeton University Press.
- TORRES, Ernani T. (2017). Guerra, Moeda e Finanças. In: FIORI (org). **Sobre a Guerra**. Petrópolis: Vozes.
- TORRES, Ernani T.; POSE, Mirko (2018). **A Internacionalização da Moeda Chinesa**: Disputa Hegemônica ou Estratégia Defensiva? *Revista de Economia Contemporânea*. 22 (1).
- WILKINS, Mira (2004). **The history of foreign investment in the United States, 1914-1945**. Cambridge, Massachusetts; London, England: Harvard University Press.
- WOOD, John W. (2003). **A history of Central Banking in Great Britain and United States**. Cambridge University Press: New York.