



INSTITUTE OF PUBLIC POLICY
Thomas Jefferson – Correia da Serra



Policy paper

n.º 9

Lições para o Euro da história monetária e financeira americana

Jeffrey Frieden

Esta e outras publicações em ipp-jcs.org

O presente artigo resulta da tradução para português do artigo original, em inglês, de Jeffrey Frieden: *Lessons for the euro from early American monetary and financial history*, uma publicação constante da *Essay and Lecture Series* do *think tank* Bruegel (<http://bruegel.org/>).

Agradecimentos

O autor agradece a Adam Dean, Barry Eichengreen, Richard Grossman, George Hall, Kris Mitchener, James Morrison e Kenneth Shepsle pelos seus comentários, sugestões e assistência.

O IPP agradece ao Bruegel a disponibilização do artigo para publicação e divulgação desta versão em língua portuguesa.

A tradução e publicação deste trabalho faz parte do projeto *Atitudes europeias* e beneficiou do apoio da Fundação Luso-Americana para o Desenvolvimento, a quem o IPP agradece também.

O autor

Jeffrey Frieden é professor catedrático na Universidade de Harvard. A sua investigação tem-se focado na política das relações monetárias e financeiras internacionais. jfrieden@harvard.edu

Policy paper

A série de *Policy papers* do IPP pretende apoiar o debate público com trabalhos concisos, onde se analisam políticas públicas de forma rigorosa e se explicam recomendações claras. As opiniões aqui expressas vinculam somente os autores e não refletem necessariamente as posições do IPP, da Universidade de Lisboa, ou qualquer outra instituição a que quer os autores, quer o IPP estejam associados. Nem o IPP nem qualquer seu representante é responsável pelo uso por terceiros da informação aqui contida. Este texto não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado sem autorização prévia e explícita do IPP. Quaisquer citações são autorizadas desde que a fonte original seja adequadamente reconhecida.

Sobre o IPP

O Instituto de Políticas Públicas Thomas Jefferson – Correia da Serra (IPP) é um *think tank* independente e apartidário, de base académica. Promove a análise e o debate sobre as políticas públicas em quatro áreas chave: política económica europeia, finanças públicas e boa governação, democracia e responsabilização, políticas sociais.

Apoio

fundação
LUSO-AMERICANA
PARA O DESENVOLVIMENTO

Índice

Enquadramento.....	2
1. Princípios de análise e conflitos distributivos.....	3
2. Alexander Hamilton constrói uma união “mais perfeita”	4
3. Os planos de Hamilton defrontam-se com a política Americana.....	9
4. Da Guerra de 1812 à guerra bancária	10
5. Do Segundo Banco ao mercado bancário livre	14
6. A união monetária concluída, ou quase	19
7. As lições americanas para a Europa?	20
Referências bibliográficas.....	24

Enquadramento

O objetivo central da Europa tem sido, durante várias décadas, a criação de uma união económica que possa oferecer estabilidade monetária e financeira. Este objetivo é frequentemente comparado à construção da união monetária dos Estados Unidos, quer por aqueles que aspiram a um sistema à Americana, totalmente federal, quer por aqueles que gostariam de ficar aquém disso. Afinal, os EUA criaram uma política monetária comum, e uma união bancária com padrões de regulação uniformes. Apoiam essa união monetária e bancária com uma série de estabilizadores automáticos orçamentais, que ajudam a suavizar os potenciais problemas inerentes às variações inter-regionais.

O enaltecimento superficial da bem-sucedida união americana ignora que a sua concretização levou um período extremamente longo. Na verdade, a conclusão em pleno da união monetária, orçamental e financeira americana é relativamente recente. Quão recente, depende do que se considera ser uma união económica e monetária, e da forma de a analisar. Apesar de alguns avanços e recuos iniciais, os Estados Unidos só tiveram uma moeda nacional eficaz 75 anos depois da entrada em vigor da Constituição, com os *National Banking Acts* (leis bancárias nacionais) de 1863 e 1864. E só após 50 anos tiveram um banco central. A regulação financeira tem permanecido fragmentada desde a fundação da República. Foi em grande medida federalizada nos anos 30, mas em muitos aspetos permanece descentralizada. E a maior parte dos mecanismos de federalismo orçamental, exaltados como pré-requisitos para uma união monetária bem-sucedida, datam, quando muito, dos anos 30 e, nalguns casos, dos anos 60. A criação e conclusão da união monetária e financeira americana foi um processo longo, trabalhoso e politicamente conflituoso.

A experiência americana é relevante porque, como terá dito Mark Twain, “*a história não se repete, mas rima*”. Neste ensaio, resumo e analiso a experiência americana na criação de uma união monetária e financeira em finais do século XVIII, início do século XIX. Foi um período de enormes divergências macroeconómicas entre diferentes regiões. Os Estados implementavam políticas orçamentais extraordinariamente descoordenadas, até contraditórias, e a regulação bancária era altamente fragmentada, com alguns estados a empregar políticas de regulação extremamente conservadoras e restritivas, e outros que praticamente não aplicavam qualquer regulação.

Focar-me-ei nos conflitos políticos sobre a política monetária nacional, e sobre a relação entre as políticas orçamentais e financeiras nacionais (federais) e subnacionais (estaduais). Estas têm sido as questões centrais nos conflitos políticos sobre a União Económica e Monetária na União Europeia, e embora a trajetória americana não seja bem conhecida dos europeus (nem dos americanos), é uma história bastante relevante para os problemas atuais da UE.

1. Princípios de análise e conflitos distributivos

A criação de uma união monetária e financeira nacional levanta importantes questões analíticas. Sendo certo que toda a gente é a favor da estabilidade monetária e financeira, poder-nos-emos questionar porque será esta difícil de alcançar. A resposta é simples: há várias definições de estabilidade financeira possíveis, há várias formas de se alcançar essa estabilidade, e estas envolvem conflitos com outros valores. Este problema existe em qualquer união económica, seja nacional, subnacional ou federal. Tipicamente, os membros da união partilham pelo menos alguns objetivos globais em comum, de outro modo a união não existiria. Ainda assim, interesses diferenciados levam a disputas sobre a forma como os objetivos macroeconómicos da união devem ser alcançados¹.

Poder-se-á começar por uma forma simples de pensar sobre as divisões no seio de qualquer comunidade política responsável pelas políticas monetária, económica e orçamental. De um lado, há aqueles que favorecem condições de moeda e crédito relativamente expansionistas: taxas de juro baixas, regulação relativamente permissiva e, talvez, um padrão mais agressivo de despesa pública. Tipicamente, estes são os interesses de zonas em crescimento rápido: estas querem ser capazes de expandir as suas atividades mais facilmente, para tirar partido das novas oportunidades económicas que se lhes apresentam. Por conseguinte, os agentes económicos em regiões a crescer mais rapidamente serão provavelmente devedores, cujo peso real da dívida é reduzido por taxas de juro reais mais baixas (seja através de taxas nominais mais baixas ou de inflação mais elevada). No contexto histórico americano, esta posição era chamada de *easy money* (“dinheiro fácil”), o que significava *moeda fraca*: política monetária flexível, políticas financeiras que favorecessem os devedores, e políticas orçamentais expansionistas.

Do outro lado, estão os interesses económicos das regiões ou segmentos da economia mais estáveis e bem estabelecidos, provavelmente aforradores e credores. Estes grupos favorecem o que era historicamente conhecido na linguagem americana por “dinheiro difícil” (*hard money*), i.e. *moeda forte*. Pretendem políticas monetárias menos expansionistas e uma inflação mais baixa. Também preferem tipicamente políticas financeiras mais favoráveis aos credores, e uma despesa pública mais contida.

A divisão entre as regiões em crescimento rápido e as estáveis (ou mesmo estagnadas), e entre as suas preferências de política económica, é comum a muitas experiências históricas e contemporâneas. O exemplo americano é, parece-me, importante e relevante para os problemas que a União Europeia enfrenta hoje. Nos Estados Unidos dos finais do século XVIII, início do século XIX, as regiões do Nordeste, relativamente mais estabelecidas, favoreciam uma posição monetária, orçamental e financeira mais moderada, enquanto as regiões raianas, em crescimento rápido, pretendiam políticas macroeconómicas e regulatórias muito mais flexíveis. Os americanos estiveram em guerra constante sobre estes assuntos desde a adoção da Constituição até à Guerra Civil (e depois), e estes conflitos estavam amiúde entre as grandes divisões nacionais.

¹ Certamente, em comparações históricas, convém não imputar uma compreensão e motivações modernas a figuras históricas. No que respeita a este ensaio, irei sem dúvida sobrevalorizar as similitudes entre períodos históricos díspares. Porém, acredito que estas comparações permanecem ainda assim legítimas. Faço notar também que a literatura académica sobre este período é enorme. Para este efeito farei apenas as citações necessárias.

2. Alexander Hamilton constrói uma união “mais perfeita”

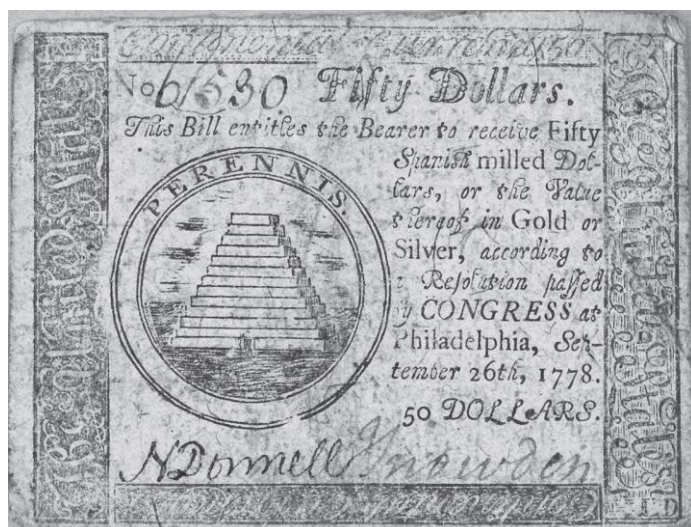
A Revolução Americana foi financiada em grande medida com a emissão de dívida que não poderia ser paga e de dinheiro que não poderia ser reconvertido — por outras palavras, por meios inflacionários. Os treze estados e o Congresso continental assumiram compromissos substanciais, tanto perante os detentores de títulos de dívida, como perante soldados e fornecedores, que eram pagos pelos seus serviços com obrigações não garantidas.

Além de contrair dívida que não poderia pagar, o país nascente emitiu papel-moeda que não podia garantir. O Congresso Continental, que representava as treze colónias, emitia uma moeda chamada Dólar Continental (vd. Figura 1). Este papel-moeda é mais conhecido a propósito da expressão “*worthless as a Continental*” (“não vale um Continental”), ainda hoje utilizada pelos americanos. A Figura 2 ilustra porquê. A relação nem parece particularmente perturbadora até percebermos que a escala da esquerda (valor facial) da Figura 2 é 10 vezes maior que a escala da direita (valor metálico), tanto que quando as curvas cruzam, por volta de 1778, o Continental valia cerca de dez cêntimos por cada dólar, e em 1780 valia já cerca de dois cêntimos por dólar. A maior parte da moeda em circulação neste período era estrangeira, especialmente dólares espanhóis de prata, as famosas “peças de oito”, cujo uso comum na altura explica porque hoje os americanos ainda falam em termos de “bits”, tal que dois “bits” equivalem a dois oitavos (um quarto) do dólar espanhol.

A moeda Continental, de facto, essencialmente não tinha qualquer valor, e depois de adotada a Constituição, a nova administração do Presidente George Washington teve de enfrentar os problemas associados à falta de credibilidade monetária. Os problemas monetários e financeiros do país foram resolvidos por Alexander Hamilton, que organizou a fundação do Banco de Nova Iorque, e era, dos *Founding Fathers* (os “pais fundadores” da União), o mais sofisticado do ponto de vista económico. Em 1789, o Presidente Washington nomeou Hamilton, que tinha sido o seu principal assessor durante a Guerra da Independência dos Estados Unidos, Secretário de Estado do Tesouro, o primeiro do país. Nos primeiros dois anos no cargo, Hamilton escreveu três tratados extraordinários: dois *Relatórios sobre o Crédito Público*² e um *Relatório sobre as Manufaturas*. Este último é de enorme importância em vários aspetos, mas só aborda lateralmente as questões monetárias e financeiras. Os primeiros dois tratam destas diretamente.

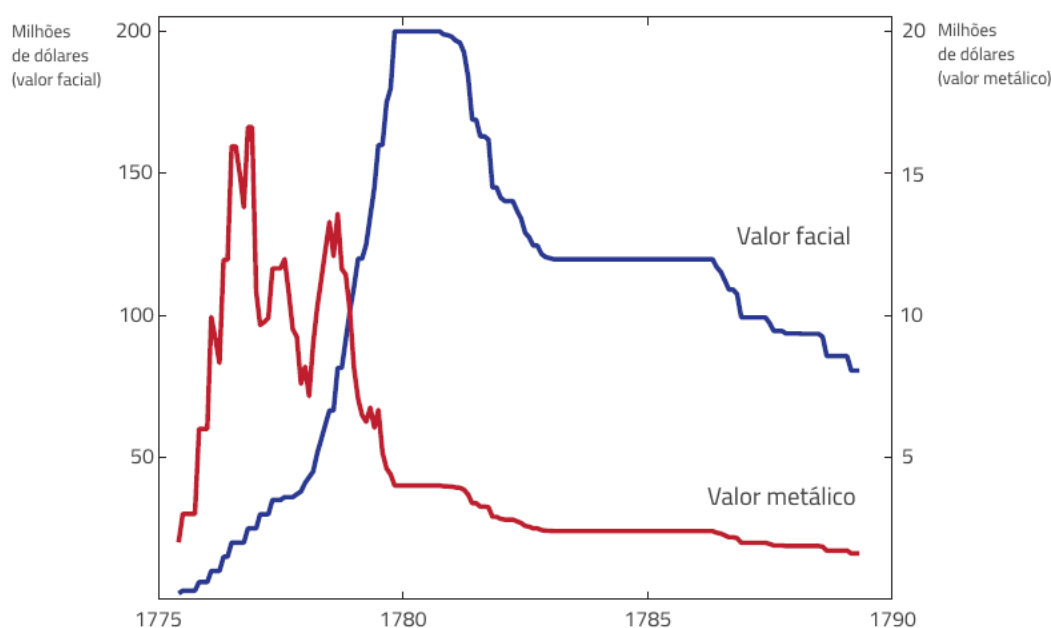
² Os textos completos dos dois *Relatórios sobre o Crédito Público* estão contidos em *A Century of Lawmaking for a New Nation: US Confessional Documents and debates, 1774-1875*, American State Papers, House of Representatives, 1st Congress, 2nd Session Finance: Volume 1, disponível em: <http://memory.loc.gov/cgi-bin/ampage?collId=llsp&fileName=009/llsp009.db&recNum=20>.

Figura 1. Uma nota Continental de 50 dólares



Fonte: <http://diplomacy.state.gov/documents/organization/101209.pdf>

Figura 2. Valor facial e metálico dos dólares Continentais



Fonte: Hall e Sargent (2014)

Hamilton refletia há muito sobre as dificuldades financeiras do país, e sobre como construir a reputação financeira da nova nação. Em 1781, escrevia a Robert Morris (que partilhava tanto a preocupação de Hamilton com as finanças públicas como o seu interesse e capacidades na área das finanças privadas) argumentando que “uma dívida pública nacional, se não for excessiva, será uma bênção nacional para nós (...) um cimento poderoso para a nossa União” (Hamilton, 1850: 257). Reconhecia também que a falta de credibilidade junto dos credores colocava um obstáculo à independência financeira do país.

Hamilton argumentava, no *Primeiro Relatório sobre o Crédito Público*, que o país tinha de estabelecer a sua credibilidade orçamental e financeira: “para ser capaz de contrair empréstimos em

*boas condições, é essencial que a credibilidade de uma nação seja bem estabelecida (...) Os estados, como os indivíduos, que cumprem os seus compromissos são respeitados e merecedores de confiança: o contrário é o destino daqueles que observam a conduta oposta*³.

Embora as dívidas em incumprimento fossem um obstáculo à capacidade de “contrair empréstimos em boas condições”, estas eram na sua maioria dívidas de estados individuais, e não do novo governo federal. Hamilton propôs que o governo federal reconhecesse essas dívidas estaduais e as trocasse por obrigações federais, cujo serviço seria cumprido. Isto significava que os governos federais assumiriam as dívidas dos vários estados e pagá-las-iam, a algo próximo do seu valor facial. Os Continentais seriam reconvertidos à taxa de um centimo por dólar (detalhes deste arranjo financeiro são descritos em Hall e Sargent, 2014). Este arranjo era conhecido por “Assunção”, porque o governo federal assumiu as dívidas dos Estados. Esta política foi altamente polémica, pelas mais diversas razões. Os credores originais já não detinham a maior parte daquelas dívidas. Especuladores, a que agora chamaríamos *vulture capitalists* (“abutres”), haviam comprado títulos sem qualquer valor a enorme desconto, na esperança de eventualmente receber algo mais em troca. Economicamente, os estados eram bastante diferentes na sua retidão financeira: alguns haviam saldado boa parte das suas dívidas, outros nenhuma. Politicamente, era claro que a centralização do poder daria ao governo federal uma autoridade sem precedentes em matéria financeira. Thomas Jefferson e James Madison opuseram-se fortemente a este plano. A sua oposição refletia a sua identificação genérica com interesses agrários — por oposição aos urbanos, financeiros e industriais. Hamilton ultrapassou este obstáculo através de um acordo: trocou a Assunção pela instalação da capital do país nas margens do Rio Potomac, no Sul.

O Congresso aceitou a Assunção e implementou-a em agosto de 1790. O plano estabeleceu quase imediatamente a credibilidade do governo federal junto dos credores. Como a Figura 3 demonstra, se o valor de mercado das obrigações correspondia a um desconto de cerca de 60% em 1788, a partir do momento em que a Assunção foi promulgada, os títulos existentes valiam quase o seu valor facial (o desconto remanescente refletia os perdões parciais que foram impostos sobre os credores). O governo federal voltou a ter acesso aos mercados financeiros internos e internacionais.

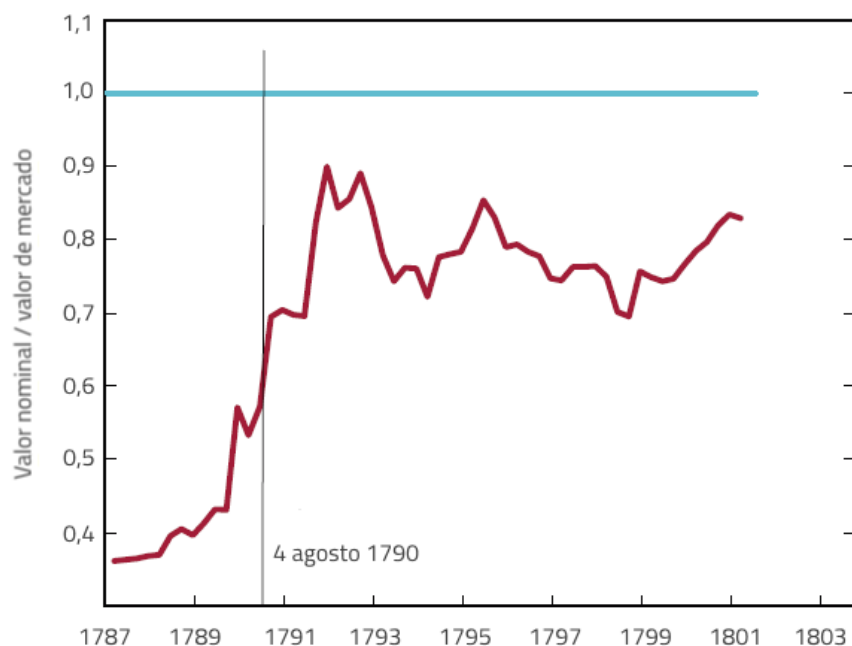
Hamilton voltou-se, depois, para os problemas monetários do país. Reconheceu a ligação destes à dívida pública no seu *Primeiro Relatório sobre o Crédito Público*:

*Nos países em que a dívida pública é adequadamente financiada, e objeto de confiança generalizada, esta cumpre a maior parte das funções da moeda. Transferências de stock, ou dívida pública, são aí equivalentes a pagamentos em espécie. Naquelas circunstâncias, com toda a probabilidade, o mesmo se passaria aqui*⁴.

³ Ver <https://memory.loc.gov/cgi-bin/ampage?collId=llsp&fileName=009/llsp009.db&Page=15>.

⁴ Ver <https://memory.loc.gov/cgi-bin/ampage?collId=llsp&fileName=009/llsp009.db&Page=16>.

Figura 3. Quociente entre o valor nominal e o valor de mercado da dívida pública (4 de agosto de 1790 era a data da Lei de Financiamento)



Fonte: Hall e Sargent (2014)

Ao abordar o aspeto monetário do problema, Hamilton propôs um banco central. Na verdade, o Segundo Relatório sobre o Crédito Público é frequentemente designado como *Relatório para um Banco Nacional*. Neste, Hamilton pedia o estabelecimento de um Banco dos Estados Unidos, largamente inspirado no Banco de Inglaterra. No seu posterior *Relatório sobre as Manufaturas*, Hamilton escreveu:

A tendência de um banco nacional é para aumentar o crédito público e privado. O primeiro dá poder ao Estado, para a proteção dos seus direitos e interesses, e o segundo facilita e aumenta as operações comerciais entre indivíduos. A indústria aumenta, os materiais multiplicam-se, a agricultura e a manufatura florescem: e nisto consiste a verdadeira riqueza e prosperidade de um estado.
(Relatório sobre as Manufaturas, 1790)

Contudo, mais uma vez, a proposta de instalação de um banco central foi recebida com polémica, potenciando a ira daqueles que se opunham à centralização e, em especial, à centralização financeira. Ainda assim, o banco — tipicamente chamado *Primeiro Banco dos Estados Unidos* porque, como veremos, veio eventualmente a existir outro — abriu em 1791, em Filadélfia.

O Banco dos Estados Unidos atuava em muitos aspetos como um banco central típico daquela época. Tinha o direito de emitir notas, e embora não tivesse o monopólio da emissão, eventualmente as suas notas de banco viriam a tornar-se de facto a moeda de curso legal nos Estados Unidos. Atuava como agente orçamental do governo federal, que também era dono de parte do capital do banco, e era responsável pelas suas relações internas e internacionais. A sua dimensão — era uma das maiores empresas do país, e de longe a maior instituição financeira — significava que tinha um impacto poderoso nas condições macroeconómicas do país. Mais especificamente, utilizava a sua carteira de

notas dos bancos estaduais, e as suas operações com estes, para afetar as condições monetárias, e exercer em grande medida um controlo quase regulatório sobre os bancos estaduais. Embora os seus fundadores o possam não ter previsto exatamente, o banco atuou também como o equivalente aproximado de um prestamista de último recurso, designadamente no Pânico de 1792. Tudo somado, exerceu uma política monetária e financeira em geral cautelosa⁵.

Com a Assunção e o Primeiro Banco, Hamilton resolveu em grande medida os problemas monetários e financeiros da nova nação. A credibilidade do Estado federal era sólida, e este podia contrair empréstimos quer internamente, quer no estrangeiro. Existia um meio de troca de circulação nacional emitido por um banco central, que assim exercia um controlo substancial sobre as condições de moeda e crédito.

⁵ Ver Sylla (2010), Cowen (2000) e Hammond (1957) para detalhes sobre o Primeiro Banco. Ver também Broz (1998: 251-261), para uma interpretação interessante sobre os aspetos políticos no Primeiro e Segundo Bancos. Para uma visão mais geral sobre o desenvolvimento do setor financeiro americano e os seus efeitos, ver Rousseau e Sylla (2005). Tenho plena noção de que a política e a economia da moeda e das finanças na América primordial é alvo de forte disputa académica. A maior parte desses debates, porém, têm a ver com questões que não põem em causa a abordagem geral que aqui se faz. O leitor interessado em mais detalhes poderá ver as obras citadas aqui.

3. Os planos de Hamilton defrontam-se com a política Americana

No entanto, a operação do banco era tão controversa quanto a sua criação. Não foi coincidência que a sua sede se tenha estabelecido em Filadélfia, que era, juntamente com Nova Iorque e Boston, um importante centro comercial e financeiro. Apesar da elite económica de Nova Iorque considerar o banco demasiado instrumental para os seus rivais em Filadélfia, o banco era em geral controlado pelas estabelecidas elites financeiras e comerciais das grandes cidades do Nordeste. E o banco atuava de forma a restringir mais a criação de crédito que o desejado pelos americanos das regiões em mais rápida expansão, em especial, as raianas ou próximas da fronteira.

Afinal, neste período os Estados Unidos cresciam muito rapidamente. As pessoas nas regiões mais dinâmicas do país, especialmente no Sul, acreditavam que as políticas implementadas por Hamilton limitavam as suas oportunidades económicas. A política monetária do banco, relativamente restritiva, tornava o crédito mais escasso e mais caro, enquanto as suas políticas financeiras limitavam a expansão da banca e do crédito. Estas políticas restringiam tanto a capacidade dos governos estaduais para contrair empréstimos para a construção das infraestruturas necessárias nas regiões fronteiriças em rápido crescimento, como a capacidade dos agricultores, e outros na fronteira, para contrair empréstimos para a expansão dos seus empreendimentos privados. Aqui vemos novamente a divisão clássica entre os centros financeiros mais estabelecidos, e os seus interesses, por um lado, e as regiões em rápido crescimento e os seus interesses, por outro. Este era um confronto entre credores e devedores, conservadores e expansionistas orçamentais, falcões e pombas monetários.

Em 1811, o alvará do banco tinha de ser renovado. Apesar da recomendação do Secretário de Estado do Tesouro Albert Gallatin (e já com o apoio de Thomas Jefferson), o Congresso recusou renová-lo. O momento não podia ser pior, pois em 1812 os Estados Unidos entraram numa irrefletida guerra com a Grã-Bretanha. A nova nação não se deu bem, vendo arder a sua capital e perdendo efetivamente a guerra. Sem o Banco Nacional, o governo federal encontrou graves dificuldades para contrair empréstimos de modo a financiar o esforço de guerra (Hall e Sargent, 2014: 156-158 e Rockoff, 2015). O fim do Primeiro Banco, além do seu impacto nas finanças públicas, levou a perturbações substanciais num sistema financeiro que era já mais desenvolvido.

Com o final da Guerra de 1812, em 1815, o Congresso voltou atrás e estabeleceu um novo banco nacional, o Segundo Banco dos Estados Unidos. O Segundo Banco, cujo alvará foi promulgado em 1816, era algo mais sofisticado que o Primeiro Banco, o que em parte refletia a natureza mais desenvolvida da economia nacional de então. Durante grande parte da sua existência, foi conduzido por um americano com muito boa formação, Nicolas Biddle, que desenvolveu boa parte do pensamento americano sobre bancos centrais. Biddle também influenciou as ideias de pessoas como Walter Bagehot, que escrevia sobre política e finanças e fundou o *Economist*, porque as políticas de Biddle eram articuladas explicitamente no contexto de uma nova república, que crescia a grande ritmo.

4. Da Guerra de 1812 à guerra bancária

Por esta altura, poderá ter parecido que as dificuldades monetárias e financeiras estavam novamente resolvidas, mas na verdade os problemas estavam apenas a começar. As condições económicas começaram a evoluir muito rapidamente quase desde o momento da fundação do Segundo Banco. De 1789 a 1815, quando a Europa (por outras palavras, a economia mundial relevante) estava totalmente absorvida pelas Guerras Napoleónicas, a política económica era relativamente simples. Os decisores americanos não tinham muito a fazer, em especial na frente externa: os mercados de capitais internacionais estavam basicamente fechados, e os mercados das exportações Continentais estiveram embargados durante grande parte deste período.

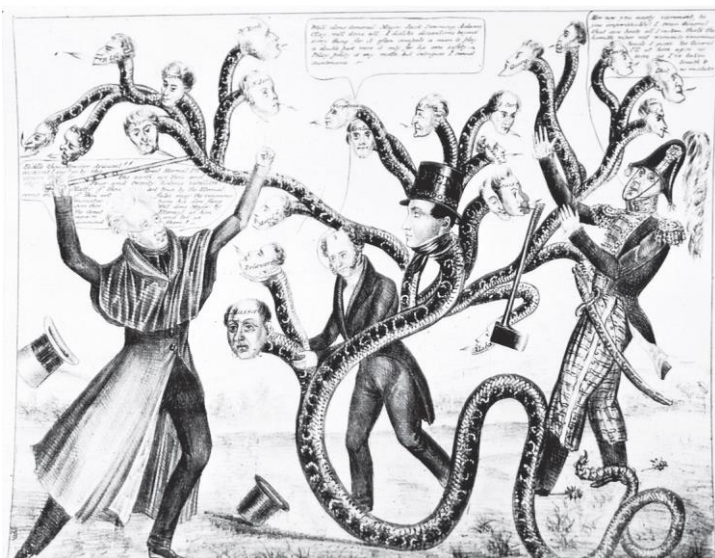
Porém, a partir de 1816, as condições económicas começaram a mudar dramaticamente. Alguns anos antes, o descaroçador de algodão, uma máquina de processamento agrícola, fora introduzido. De repente, o Sul tinha a possibilidade de expandir de forma espetacular a sua produção da matéria-prima mais importante do mundo. Pouco tempo depois, explodiu a construção de canais, para abrir novas zonas do Sul, ao que eventualmente se seguiram os caminhos de ferro. Os avanços nos transportes também abriram muito do que hoje se chama *Midwest* (então chamado *West* ou *Northwest*), especialmente para a produção de cereais, que em breve poderiam ser expedidos para o resto do país e eventualmente para a Europa, com lucro.

A fronteira americana estava em franca expansão, e os colonos empurravam-na muito rapidamente para oeste. Antes de 1820, o país efetivamente não ia além dos Apalaches, a poucas centenas de milhas da costa Atlântica. Em 1810, dos mais de sete milhões de habitantes do país, menos de um milhão estava a oeste dos Apalaches, a maior parte dos quais estava no Kentucky. Aproximadamente a partir de 1820, a fronteira moveu-se rapidamente, talvez ao ritmo de 20 milhas por ano. Em 1850, o país tinha mais de 23 milhões de habitantes, dos quais metade se encontrava a oeste dos Apalaches.

Neste período de crescimento extraordinário, as áreas que mais cresciam, na fronteira americana, não gostavam das políticas monetárias restritivas implementadas pelo Segundo Banco. Diferentes regiões do país experimentavam divergências substanciais nas suas condições macroeconómicas. O Nordeste, tradicional e já estabelecido, estava estabilizado e a crescer moderadamente: as maiores preocupações dos seus habitantes tinham a ver com a gestão da maturação dos seus centros urbanos e industriais. Ao mesmo tempo, o Sul e o *Midwest* cresciam a um ritmo estonteante, com necessidades aparentemente ilimitadas de capital e de trabalho.

Esta divergência macroeconómica levou ao que ficou na história americana como a guerra bancária, entre os apoiantes do Segundo Banco e os seus oponentes, dos quais o mais proeminente era o Presidente Andrew Jackson. A Figura 4 é uma caricatura política anti-Segundo Banco. Andrew Jackson, à esquerda, mata o monstro com várias cabeças que representa as classes credoras, o que inclui pessoas como o primeiro ministro britânico Robert Peel, a Coroa de Inglaterra, os Rothschild e uma grande variedade de banqueiros nacionais e internacionais.

Figura 4. A guerra bancária



Fonte: <http://publicdomainclip-art.blogspot.be>.

Mais uma vez, o pano de fundo de tudo isto era o conflito entre interesses diferenciados, que advinham das realidades macroeconómicas e financeiras muito diferentes do já estabelecido Este e da periferia fronteiriça. Jackson era de um estado raiano, o Tennessee. Esta periferia queria uma moeda fraca e políticas pró-devedores. Preocupava-a aquilo a que chamava “falta de moeda” — oferta reduzida quer de crédito, quer de notas de banco. As operações financeiras do Segundo Banco limitavam, de facto, a capacidade dos bancos estaduais para emitir papel-moeda (notas de banco) que não estivesse suficientemente suportado por ouro ou outros ativos fiáveis, tal como as suas políticas tornavam o crédito mais caro do que os devedores desejariam.

Este conflito entre uma periferia pró-devedora, pró moeda fraca e um centro mais conservador e pró-credores era uma das disputas nucleares da política americana primordial. A retórica de Andrew Jackson era, nesse sentido, típica. Quando, em 1832, vetou o esforço do Congresso para devolver o mandato ao banco, disse:

Com demasiada frequência, os ricos e poderosos deturpam os atos de governo em favor dos seus propósitos (...). Se o Congresso tem o direito, de acordo com a Constituição, de emitir papel-moeda, é porque este lhe foi conferido para ser usado por si, e não delegado em indivíduos ou empresas.
(Mensagem de Veto, 1832)

E, uns anos mais tarde, diria a apoiantes do Banco:

Tenho sido um observador atento das atividades do Banco dos Estados Unidos (...). Têm utilizado os fundos do banco para especular com os víveres do país. Quando ganharam, dividiram os lucros entre vós, quando perderam, deixaram a conta ao banco (...). Sois um antro de víboras e ladrões.
Determinei acabar convosco e, pelo Eterno, acabarei convosco!
(Aos apoiantes do Banco, 1834)

Os defensores do banco eram, em geral, do Nordeste, e de outras áreas com interesse nas políticas *Whig* (republicanas). Daniel Webster, um deputado do Massachusetts, refletia a opinião desses interesses.

O crédito é o ar que o sistema comercial moderno respira. Tem feito mil vezes mais para enriquecer as nações do que todas as minas de todo o mundo. Tem incentivado o trabalho, estimulado manufaturas, empurrado o comércio por todos os mares (...). Levantou exércitos, equipou marinhas e, ao triunfar sobre o poder bruto dos números, estabeleceu a superioridade nacional com base na inteligência, na riqueza e na indústria bem gerida.
(Senado, 18 de março de 1834)

A Guerra Bancária foi, em larga medida, uma batalha entre os que queriam uma moeda fraca e uma política pró-devedores na periferia em franco crescimento, e aqueles que queriam políticas pro-credores e uma moeda forte, no estável centro comercial e financeiro⁶. Importa notar que este conflito ainda tem eco nalguns americanos. Muitos na ala conservadora do Partido Republicano olham para Andrew Jackson como o seu precursor intelectual e político. As suas visões anti-banco central precedem a hostilidade daqueles em relação ao *Fed*. Robert W. Merry colocou-o de forma muito clara na *American Spectator* de outubro de 2011, num artigo intitulado “*Andrew Jackson: o Presidente do Tea Party*”.

Para quem, de entre os antigos Presidentes, se deverão virar os Republicanos à procura de conselhos? Quem é o progenitor do Tea Party? Quem fornece ao GOP [N.T.: Great Old Party, alcunha histórica do Partido Republicano] perspicácia, visão e retórica?

A resposta é Andrew Jackson. Jackson foi o grande populista conservador da história americana, e a sua história merece ser estudada numa altura em que o país parece recetivo a um estilo de populismo conservador bem elaborado.
(Merry, 2011)

Um popular cartaz do Tea Party, com o título “*Acabe-se com o Fed*” (*End the Fed*), mostra uma imagem de Andrew Jackson e uma citação sua sobre o Segundo Banco. Como diz William Faulkner, através de uma personagem sua, “*o passado nunca morre. Nem sequer é passado*”.

Quando Jackson e os seus apoiantes puseram efetivamente um fim à capacidade do Segundo Banco para atuar como um banco central, o impacto fez-se sentir de diversas formas. Primeiro, deixou de haver uma instituição capaz de conduzir uma política monetária nacional eficaz. O banco afetava o crescimento da oferta de moeda ao atuar no mercado das notas dos bancos estaduais, assegurando que tinham um suporte apropriado. Com o encerramento do banco, não havia qualquer instituição pública central que assegurasse a qualidade das notas de banco. Segundo, os estados podiam agora

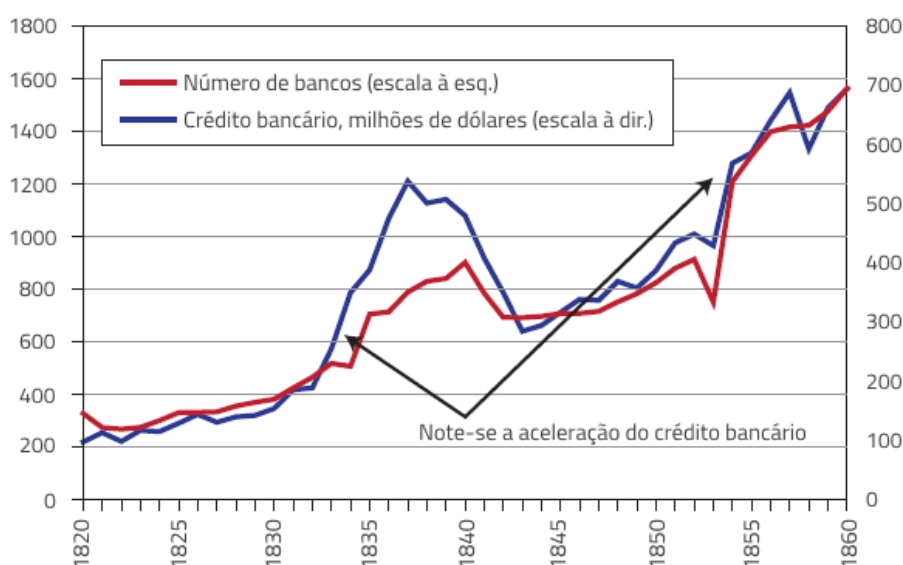
⁶ Como habitualmente, as coisas são mais complicadas do que esta narração simplificada sugere. Muitos nas comunidades comercial e financeira de Nova Iorque receberam o Banco com hostilidade porque era visto como um forte concorrente (baseado em Filadélfia) dos seus negócios privados. Uma visão com muito mais detalhes e nuances pode ser encontrada na literatura existente, a começar por Hammond, 1957.

criar bancos sem que o Segundo Banco restringisse o seu comportamento. Isto era relevante para os estados por diversas razões. Desde logo, os bancos mais debilitados em termos orçamentais tipicamente vendiam alvarás de banco, e os rendimentos que daí advinham podiam configurar uma parte substancial da receita do estado. Além disto, muitos estados derivavam um rendimento substancial do capital que detinham nos bancos estaduais. Esses rendimentos permitiam a alguns estados incorrer em maior despesa pública. Relativamente às condições económicas gerais, expandir o número de bancos era tipicamente uma forma de expandir o acesso ao crédito e, assim, da oferta de moeda efetiva no estado. Finalmente, cada governo estadual tipicamente obrigava os seus bancos a comprar quantidades substanciais da sua própria dívida pública estadual. Em termos modernos, a eliminação do Segundo Banco significava que não havia nenhuma instituição nacional que providenciasse e supervisionasse a política monetária e de regulação financeira.

5. Do Segundo Banco ao mercado bancário livre

Com o fim do período do Segundo Banco, este foi sucedido por uma era de “*free banking*” (mercado bancário livre). Em termos algo simplistas, a fronteira da moeda fraca ganhara, porque os estados periféricos eram agora livres de determinar a sua própria regulação bancária e, por extensão, a sua política monetária efetiva (Rockoff, 1991). Os estados em crescimento rápido que quisessem expandir o crédito podiam autorizar um número grande de bancos, com restrições limitadas ao crédito concedido e à emissão de notas. Por outro lado, os estados mais conservadores podiam manter um controlo relativamente apertado sobre os seus próprios bancos. O papel das notas emitidas pelos bancos estaduais era crucial, pois na ausência de um banco central, não havia qualquer nota de banco nacional, emitida centralmente. Note-se que existia ainda moeda metálica, mas as notas eram muito mais convenientes e tinham ampla circulação. No cômputo geral, neste período assistiu-se à expansão dramática dos bancos e do crédito bancário, em especial nos anos 1830, quando o número de bancos duplicou e o volume de empréstimos quadruplicou (vd. Figura 5).

Figura 5. Número de bancos e volume de crédito bancário, 1820-60



Fonte: Bruegel baseado em Bodenhorn (2001)

Em estados como a Geórgia, o Alabama e o Michigan, em larga medida controlados pelos grupos do “dinheiro fácil”, era muito fácil criar um banco, e era fácil aos bancos emitir notas com requisitos de reservas limitados. Alguns bancos mantinham um nível adequado de reservas, mas outros não conseguiriam sustentar as notas que emitiam. Além disso, as reservas eram normalmente compostas por obrigações de dívida pública estadual, cuja fiabilidade era variável: as notas de um banco cujas reservas eram compostas de obrigações estaduais de solidez questionável valiam menos que as de um banco com reservas confiáveis. Isto significava que uma nota de dólar emitida por determinado banco podia, com efeito, valer menos que uma nota emitida por outro.

O resultado é que, na prática, existiam várias moedas nos diferentes estados — todas se chamavam dólar, mas tinham valores de mercado diferentes, em função da fé existente nas garantias

que suportavam as notas emitidas pelos bancos de cada estado (Gorton, 1996). Nos estados em que a regulação bancária era forte, uma nota de dólar valia um dólar, naqueles onde era permissiva, o seu valor de mercado tinha um certo desconto em relação ao dólar. A imprensa financeira do país compilava os descontos das notas estaduais: veja-se na Figura 6 o exemplo do *Van Court's Banknote Reporter*. Neste caso particular, as notas dos estados da Nova Inglaterra e de Nova Iorque tinham um valor efetivamente idêntico ao facial (desconto de entre 0,5 e 1%), enquanto às do Indiana e do Tennessee aplicava-se um desconto de 10%, às do Illinois e do Alabama, 30%, e para estados como o Mississípi e o Michigan, “não havia vendas”, o que era revelador.

As notas de banco circulavam como moeda, e os bancos que as emitiam eram bastante ativos nos seus empréstimos aos locais. Isto criou uma divergência monetária real e muito substancial entre os estados. A oferta de moeda e crédito nalguns estados crescia muito mais rapidamente que noutros. Isto poderia, claro, ser apropriado de um ponto de vista global: as regiões que mais cresciam necessitavam de condições monetárias mais expansionistas. Talvez o país devesse ter tido moedas separadas para cada estado, ou região. Contudo, os estados ainda faziam todos parte do mesmo país, e as ações de um podiam impor custos aos demais. Estes custos tornaram-se claros quando as condições macroeconómicas se deterioraram.

Figura 6. Valores das notas dos bancos estaduais

RATES OF DISCOUNT.		
OHIO.		
Bank of Chillicothe, pay at Philadelphia,	20	
Bank of Cleveland, pay at Philadelphia,	20	
Bank of Chillicothe, Chillicothe,	20	
Do. pay at Farm & Mech. Bk. Philada.	20	
Bank of Chillicothe, Chillicothe,	75	
H. Lawrence, cash,	unc	
Bank of Chillicothe, Chillicothe,	unc	
H. H. Warren, cash,	75	
Bank of Madison, Madison,	75	
Bank of Mt. Pleasant, Mount Pleasant,	do	
Bank of Norwalk, Norwalk,	do	
Bank of Marietta, Marietta,	do	
Bank of Geauga, Painesville,	do	
Bank of Wooster, Wooster,	do	
Bank of Hamilton, Hamilton,	do	
Bank of Xenia, Xenia,	75	
Bank of Zanesville, Zanesville,	do	
Edmont bank, St. Clairsville,	do	
Bank of Gallipolis, Gallipolis,	failed	
Bk. of Steubenville, (old) Steubenville,	unc	
Bk. of Steubenville, (new) Steubenville,	75	
Bank of Sandusky, Sandusky,	do	
Clinton bank, Columbus,	do	
Columbian bank, New Lisbon,	do	
Commercial bank, Cincinnati,	6	
Commercial Bk. of Scioto, Portsmouth,	75	
Com. bank of Lake Erie, Cleveland,	60	
Dayton bank, Dayton,	75	
Farm. & Mechanics' Bk., Steubenville,	do	
Franklin bank, Cincinnati,	6	
Franklin Bk. of Columbus, Columbus,	30	
Farmers' Bk. of Canton, Canton,	unc	
German Bk. of Wooster, Wooster,	unc	
Granville Alexander Soc., Granville,	35	
Lancaster Ohio bank, Lancaster,	35	
Lafayette bank, Cincinnati,	6	
Muskingum bank, Pottam,	75	
Miami Exporting Co., Cincinnati,	unc	
Do. branch, Cincinnati,	unc	
Mech. & Traders' bank, Cincinnati,	unc	
Mechanics' Sav. Instn., Columbus,	6	
Ohio Life In. & Trust Co., Cincinnati,	6	
Ohio Rail Road, City of Ohio,	unc	
Urbana Banking Co., Urbana,	75	
Western Reserve bank, Warren,	75	
Western Banking Co., Cincinnati,	10	
All notes under 50,	10	
INDIANA.		
State bank, Indianapolis,	10	
do. branch at Bedford, Evansville, Indian-	do	
apolis, Lawrenceburg, Lafayette,	do	
Madison, Michigan City, New Al-	do	
bany, Fort Wayne, Richmond,	do	
South Bend, Terre Haute, Vin-	do	
cessex,	10	
ILLINOIS.		
Bank of Illinois, Shawneetown,	30	
do. branch, Alton,	30	
do. branch, Jacksonville,	30	
do. branch, Pekin,	30	
do. branch, Lawrenceville,	30	
Bank of Cairo, Kaskaskia,	30	
KENTUCKY.		
Bank of Louisville, Louisville,	6	
do. payable at Philadelphia, per	per	
Bank of Kentucky, Louisville,	6	
do. branch at Bowling Green, Danville,	do	
Frankfort, Greensburg, Hopkinson-	do	
vile, Maysville,	6	
Hotel Company, Louisville,	unc	
Louisville Sav. Institution, Louisville,	unc	
Louisville Gas Light and	unc	
Water works, Louisville,	unc	
Northern Bk. of Kentucky, Lexington,	6	
do. branch at Lexington, Louisville, Par-	do	
is, Richmond,	6	
Savings Institution, Louisville,	unc	
All other banks in this State uncertain.	unc	
TENNESSEE.		
Bank of Tennessee, Nashville,	10	
do. branch at Athens, Columbia, Clark-	do	
sville, Rogersville, Somersville,	do	
Shelbyville, Trenton,	10	
Farmers' & Mech. Bk., Nashville,	10	
Farmers' & Merch. Bk., Memphis,	10	
Nashville Banking Co., Nashville,	10	
Planters' Bk. of Tennessee, Nashville,	10	
do. payable in New Orleans,	10	
do. branch at Athens, Clarksville, Franklin,	10	
La Grange, Paducah,	10	
S. W. R.R. bank branch, Knoxville,	10	
Union bank & branches, Nashville,	10	
do. payable at Baltimore,	10	
do. payable at Philadelphia,	10	
do. payable at New York,	10	
do. payable at New Orleans,	10	
do. branch at Columbia, Jackson, Knox-	10	
vile,	10	
Yeastman, Wood & Co.'s checks, Nashville,	10	
do. payable at Philadelphia, per	per	
do. payable at New Orleans,	10	
All notes under 50,	20	
OTHER STATES.		
We give below the general rates of discount on the notes of the banks in good standing of the different States. For the broken ones, or those in bad repute and frauds, (as also for the same class in New Jersey, Delaware, Maryland, District of Columbia, Virginia, North Carolina, South Carolina, Ohio, Indiana, Illinois, Kentucky, and Tennessee,) the reader is referred to the monthly Detector.		
Maine,	1 dis	Louisiana, 15 to 50 dis
New Hampshire,	1	Mississippi, no sale
Vermont,	1	Michigan, no sale
Massachusetts,	1	Arkansas, no sale
Connecticut,	1	Missouri State Bk, 10 dis
Rhode Island,	1	Florida, no sale
New York City,	1	Wisconsin, no sale
N. Y. Country,	2	Iowa Territory, no sale
Georgia,	8 to 30 dis	Canada, 7 to 15 dis
Alabama,	30 dis	New Scotia, 20 dis
American Gold and Silver,	per	per
A COUNTERFEITER CAUGHT.		
Washington Taylor, charged with being concerned in counterfeiting, was committed by the		

Fonte: Gorton (1989)

Isto traz-nos ao lado orçamental desta história. Como na área do euro de hoje, as divergências monetárias estavam relacionadas com as divergências orçamentais. Mesmo enquanto o Segundo Banco estava operacional, os estados tinham um interesse substancial na banca, por razões orçamentais, em

grau variável nos diversos estados. Como já foi mencionado, havia canais relativamente diretos: as receitas da venda de alvarás bancários, ou os rendimentos de capital que alguns estados retiravam dos bancos. Mas, especialmente após o fim do Segundo Banco, a principal via pela qual a atividade financeira estava ligada à política orçamental estadual era através das reservas dos bancos estaduais. O Segundo Banco tinha servido, entre outros, para impor alguma disciplina a estes bancos, ao regular de forma implícita as suas reservas. Na ausência destes mecanismos, a solidez dos bancos de cada estado estava intimamente relacionada com a credibilidade creditícia do mesmo estado. Os ativos de reserva dos bancos do estado eram compostos em boa parte por obrigações da respetiva dívida pública. Assim, quanto mais confiável fosse o estado, mais confiáveis eram os bancos do mesmo. Os bancos do estado de Nova Iorque tinham nas suas reservas obrigações desse estado, altamente fiáveis. Por outro lado, os bancos do Mississípi tinham obrigações do estado do Mississípi, em que ninguém confiava⁷.

Com o levantamento das restrições impostas pelo Segundo Banco, os estados tinham efetivamente liberdade para contrair a dívida que conseguissem, e de exigir aos bancos estaduais que ficassem com pelo menos uma parte das obrigações como reservas. O Segundo Banco controlava a dívida estadual através da monitorização da qualidade das reservas bancárias, incluindo as vertidas em dívida estadual. Sem este controlo, os estados que assim pretendessem passaram a ter maior capacidade de emitir novas obrigações — mesmo se lhes faltasse robustez orçamental.

E assim começou a maior onda de endividamento da história americana. A partir de 1837, o primeiro ano após o fim do Segundo Banco, os estados começaram a endividar-se em quantidades enormes para a época. Mais uma vez, surgiram divergências importantes. Os estados controlados por interesses que pretendiam uma expansão rápida, e uma moeda fraca, foram os que se endividaram mais, enquanto os estados mais conservadores — Nova Iorque, Massachusetts, Rhode Island — endividaram-se em quantidades muito mais conservadoras.

Note-se que existiam razões para esse endividamento. O país precisava certamente de uma expansão dramática das suas infraestruturas, à medida que a população na fronteira crescia rapidamente. Estas necessidades aumentaram quando Jackson vetou a Estrada de Maysville, um projeto que pretendia utilizar fundos federais para ajudar a ampliar a estrada nacional que atravessava os Apalaches. O veto sinalizava a falta de vontade dos democratas em permitir que o Estado federal pagasse pelas necessárias infraestruturas, forçando as autoridades estaduais a desenvolver esses projetos por si. No entanto, dada a experiência com o Canal de Erie, que foi financiado com recurso a fundos internacionais e foi um sucesso imediato mesmo antes da sua conclusão em 1825, era racional para os estados promover a construção de canais, estradas e eventualmente caminhos de ferro, à medida que as suas economias se expandiam.

Os governos e os bancos estaduais, em especial os das regiões em mais rápida expansão, também se endividavam em antecipação da continuação da vertiginosa tendência de crescimento dos preços dos terrenos. Isto estava associado à expectativa de que quer as novas regiões necessitariam de mais serviços financeiros, quer de que os estados teriam maior capacidade de arrecadar receita, tanto

⁷ Sylla et al (2007) apresenta um olhar geral para esta questão bastante bom.

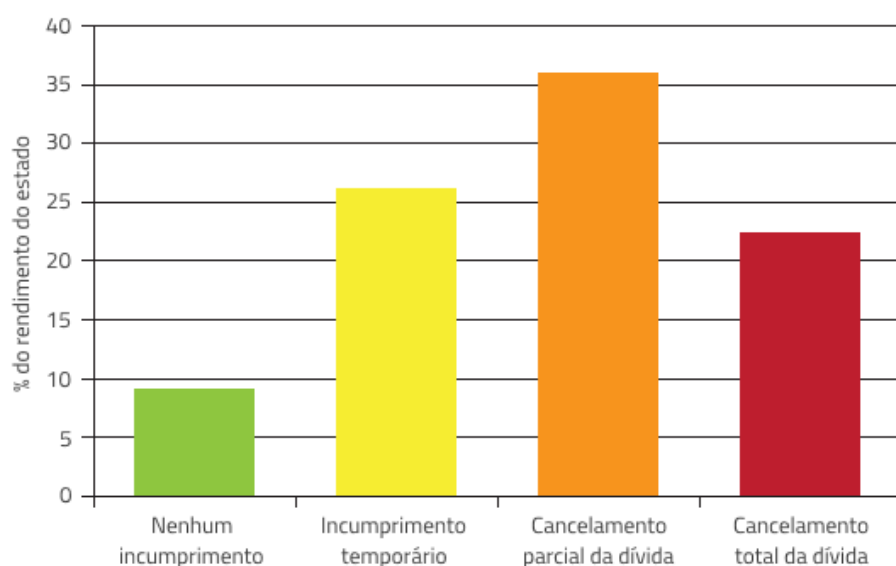
com vendas de terrenos como com impostos prediais. Embora nenhuma dessas expectativas fosse totalmente descabida, muitos dos estados endividaram-se muito para além das suas possibilidades.

Embora seja difícil encontrar provas específicas disso, a discussão pública da época e posterior indica que uma das razões pelas quais os estados se conseguiram endividar tanto foi a expectativa de que a sua dívida estava apoiada pela total boa fé e crédito do Estado federal. Afinal, este já tinha assumido dívidas estaduais no passado, e não havia grande razão para esperar um resultado diferente na eventualidade de novos incumprimentos.

Assim – como tem sido o caso em muitas experiências recentes –, a onda de endividamento seguia uma espécie de espiral ascendente. À medida que os estados e bancos estaduais se endividavam mais, em grande medida para financiar aquisições de terrenos, os preços do imobiliário cresciam, bem como a atividade económica. Os preços crescentes dos terrenos encorajavam o aumento do endividamento, e assim sucessivamente. Em 1841, a dívida pública estadual representava 12% do PIB. Pode não parecer muito, mas o peso do Estado era diminuto naquela época. Na verdade, a dívida pública dos estados de hoje é de 7% do PIB e alguns consideram isso um problema. Em qualquer caso, a dívida pública estadual tinha então crescido até assumir um peso muito substancial do PIB, e continuou a crescer – até que eventualmente o carrossel parou.

Neste caso, quando o Pânico de 1837 se tornou numa estagnação muito mais longa — que durou cerca de cinco anos – os estados em situação mais precária faliram. Os oito estados, e um território, que não pagaram ou cancelaram uma parte ou a totalidade das suas dívidas, tinham dívidas estaduais que representavam, em média, quase 34 dólares por habitante, o equivalente, em média, a 40% do rendimento estadual (isto é, o rendimento dos habitantes do estado – algo comparável ao PIB). Este número era extremamente elevado para os padrões da época, em que o peso do Estado era reduzido e as receitas fiscais limitadas. A venda em massa no mercado foi rápida, com as *yields* das obrigações dos estados em incumprimento a atingir quase 40%. Contudo, os estados que conseguiram assegurar o serviço da dívida tinham finanças muito mais geríveis, tendo em média menos de 8 dólares por pessoa, o equivalente a cerca de 9% do rendimento do estado — para efeitos de comparação, o PIB per capita naquela época era de cerca de 90 dólares (English, 1996). Não é difícil ver que os estados com dívidas por habitante quatro vezes mais elevadas poderiam, com maior probabilidade, entrar em incumprimento (veja-se em detalhe na Figura 7).

Figura 7. Dívida pública estadual por grupos de estados cumpridores/em incumprimento, anos 1840



Fonte: Adaptado de English (1996)

Os credores que esperavam um resgate ficaram desiludidos. Enquanto oito estados faliram, outros doze não. Os que não faliram, liderados por Nova Iorque e Massachusetts, resistiram fortemente às tentativas de resgatar os incumpridores — e a sua vontade prevaleceu. O resultado foi que a maior parte das dívidas foi eventualmente reestruturada, e algumas foram completamente canceladas. Os credores dos estados em falência incorreram em perdas substanciais. Um outro resultado foi que os estados desenvolveram gradualmente mecanismos institucionais e não só para tentar reconstruir a sua credibilidade financeira⁸.

O período após o desmantelamento do Segundo Banco tem algum paralelismo com a experiência recente na Europa. Os diversos estados contrastavam em aspetos significativos das suas condições monetárias e financeiras, e nos padrões da despesa pública estadual. Alguns, em mais rápida expansão, viram-se numa espécie de bolha, alimentada pelos preços dos terrenos, que eventualmente rebentou e levou a uma série de crises da dívida e da banca, e eventualmente a falências. Em sequência à crise — como já antes havia acontecido — o país estava dividido, entre os que queriam políticas mais expansionistas, pró-devedores, e os que favoreciam políticas mais conservadoras, pró-credores.

⁸ Wallis (2005) resume estas alterações institucionais.

6. A união monetária concluída, ou quase

No caso americano, o eventual resultado de tudo isto foi duplo. Por um lado, depois da reestruturação das dívidas e de os estados terem retomado as suas operações normais, estes passaram a ser substancialmente mais cuidadosos com a sua política financeira e orçamental. Por outro lado, cresciam as pressões para uma centralização mais efetiva da política monetária e financeira. No primeiro caso, era uma tendência gradual, mas firme, porque os estados tinham incentivos fortes para restaurar e manter a sua credibilidade financeira. No segundo caso, a tendência era muito mais irregular. Os estados do Sul continuaram, em geral, a resistir a mais controlo federal em matéria monetária e financeira, como faziam quanto à maioria das restantes políticas económicas, como no caso das taxas alfandegárias.

A resistência do Sul à centralização federal tornou-se irrelevante com a secessão pelos estados do Sul, em 1861. Dois anos mais tarde, o Congresso (já sem o Sul) aprovou a Lei Bancária Nacional de 1863, que criou um emissor único nacional de notas, um tesouro independente. As notas específicas de bancos necessitavam que esses bancos tivessem um alvará nacional e cumprissem estritos requisitos de capital, deste modo, essas notas pertenciam aos bancos apenas nominalmente. Na realidade, tratava-se de moeda nacional. E isto foi muito relevante naquele momento, porque os Estados Unidos abandonaram o padrão ouro durante a Guerra Civil, adotando um regime de moeda fiduciária, totalmente assente em papel-moeda. Só em 1879 o dólar voltou a estar ligado ao preço do ouro a uma taxa fixa.

7. As lições americanas para a Europa?

A marcha entre os Artigos da Confederação e uma moeda nacional foi prolongada e difícil. E continuou muito para além de 1863 ou 1879: o país só voltou a ter um banco central aquando da fundação da Reserva Federal, em 1913. E toda a panóplia de programas de despesa numa ótica de federalismo orçamental começou a funcionar apenas nos anos 30, e só nos anos 70 foi completamente implementada. Isto não sugere necessariamente que a criação de um mercado único na Europa que funcione demorará 150 anos ou mais. Sugere, sim, as dificuldades políticas que se encontrarão no caminho.

Embora a América dos séculos XVIII e XIX dificilmente configure um modelo apropriado para a União Europeia de hoje, há algum paralelismo com a tentativa atual de moldar uma união económica e monetária a partir de entidades díspares, pelo que vale a pena extrair algumas lições. Aqui veremos apenas algumas.

A lição mais simples é a de que, parafraseando Abraham Lincoln, os decisores políticos não podem satisfazer toda a gente, a todo o tempo. Mesmo numa perspetiva normativa, há muitas visões diferentes sobre o que serão os regimes monetário, financeiro e orçamental mais adequadas. Do ponto de vista da economia política, princípios normativos à parte, há muitos interesses diferentes em jogo no desenho das instituições da política económica, para não falar do desenho das políticas em si. O princípio primordial da economia política — *para onde vamos, depende de onde estamos* — aplica-se aqui como noutros contextos. Seja em termos de região ou setor, escalão de rendimento ou classe social, grupos diferentes terão preferências diferentes em relação às políticas.

Isto é verdade até no caso de algo tão aparentemente simples como a estabilidade monetária. Afinal, nos anos 1890, nos Estados Unidos, os populistas pediam estabilidade monetária, pois para eles, e não sem razão, a estabilidade monetária significava sair do padrão ouro, para interromper o declínio nos preços de produtos agrícolas e outros, que os vinha afetando há décadas. Preços estáveis, para eles, eram preços que não desciam, o ouro levava à deflação, logo, o papel-moeda e a prata trariam estabilidade de preços — pelo menos para os agricultores e mineiros.

Os países são compostos por pessoas com interesses divergentes, e encontrar um regime monetário e financeiro que se adapte a esses interesses divergentes encerra grandes dificuldades políticas. Naquele que será talvez o problema mais proeminente, podemos descrever de forma estilizada, como fiz aqui, o tipo de interesses em presença como estando divididos entre os grupos pró moeda fraca e pró moeda forte. De um lado, há aqueles que beneficiariam de condições de crédito mais facilitadas e de uma moeda mais fraca, com uma tolerância à inflação relativamente alta: agricultores, manufaturas, devedores. Do outro lado, estão aqueles que queriam o crédito mais controlado, uma moeda forte, e taxas de inflação baixas: as classes credoras, os grupos comerciais e financeiros.

Estas divisões na sociedade são tão importantes hoje como foram no passado. Tal como na União Europeia, elas persistem nos Estados Unidos, entre as regiões em crescimento rápido, que querem uma moeda mais fraca, e as mais estáveis. Em resultado disto, a elaboração da política monetária numa união díspar será sempre política, e politicamente conotada. É improvável que exista

uma política inegavelmente desejável para todos os membros de uma união muito heterogénea. Isto é tão verdade para os Estados Unidos como o é para a área do euro — e, por estes dias, a política monetária e financeira pode ser disputada de forma tão acirrada nos Estados Unidos como é na Europa.

A experiência americana é diferente do processo europeu em diversos planos, mas é ainda assim relevante. Além da implicação mais geral — que a união monetária e financeira é difícil politicamente — há também algumas mais específicas.

As reformas de Hamilton pretendiam estabelecer a credibilidade do estado central e federal. Embora a relevância direta das reformas de Hamilton possa ter-se reduzido com o tempo, o objetivo mais geral permanece crucial. Hamilton e os seus aliados reconheciam a necessidade de uma abordagem autorizada e consistente dos problemas monetários e financeiros da nova república. Continuar as amargas discussões entre interesses antagónicos ameaçava pôr em causa a reputação da nova nação, interna e externamente. O estado federal tinha de estabelecer a sua autoridade e fê-lo, através da Assunção e da fundação do Primeiro Banco.

Qualquer união depende do estatuto das suas autoridades centrais. A União Europeia não é exceção. Isto é verdade quer o objetivo seja uma Europa verdadeiramente federal, quer seja algo aquém, até muito aquém, disso. Torne-se a UE muito ou pouco federal, terá sempre instituições políticas ao nível da União, e para estas instituições funcionarem têm que ser vistas como merecedoras de confiança. Um falhanço na resolução de um problema da União pode ter repercussões sérias, se for interpretado como um indicador de que a União não é capaz de oferecer soluções para as preocupações mais paroquiais dos seus membros.

Para o sucesso de qualquer união económica, os seus membros — cidadãos e estados membros — têm de acreditar que as instituições da união são capazes de confrontar e resolver problemas de forma mais eficaz do que os estados membros conseguiriam fazer sozinhos. Isto é essencial para qualquer tipo de união económica entre estados, federal ou não. Há muito que os americanos discutem sobre a divisão de responsabilidades entre os estados e o Estado federal, mas, desde Hamilton, raramente houve quaisquer dúvidas sobre o facto de o governo federal ser capaz, pelo menos em princípio, de resolver problemas que os estados individuais não conseguiriam resolver sozinhos. Na União Europeia de hoje, existirá semelhante convicção?⁹

Embora a União Europeia não seja uma união federal como os Estados Unidos estavam a tentar ser, boa parte da política económica é desenvolvida ao nível da UE (ou da área do euro). Um dos problemas que a Europa tem enfrentado na última década é a relativa fragilidade das instituições europeias. Nem os americanos, nem os estrangeiros tinham grandes razões para confiar na vontade ou na capacidade do novo governo dos Estados Unidos em cumprir as suas obrigações. Da mesma forma, muitos dentro e fora da Europa têm dúvidas sobre a seriedade dos compromissos assumidos pela UE e pela zona Euro.

Tal como Hamilton e os americanos tinham de estabelecer a autoridade e a fiabilidade do Estado central e federal, os líderes da União Europeia, e dos seus estados membros, têm de estabelecer a credibilidade das instituições da UE. O registo dos últimos dez anos aponta para uma aparente

⁹ Frieden (2016) apresenta algumas provas deste efeito.

incapacidade por parte dos líderes políticos europeus para chegar a uma solução definitiva para a crise da dívida, que tem atacado a Europa desde 2008.

São espantosas as semelhanças entre os problemas de hoje na área do euro e dos Estados Unidos na altura da sua fundação. Mas talvez não sejam assim tão surpreendentes. Desenhar uma união económica e monetária abrangente a partir de estados soberanos implica resolver questões importantes, sobre a relação entre a fiabilidade creditícia dos estados central e descentralizados. As autoridades centrais — o Estado federal no caso americano, as instituições do Euro e da UE no caso europeu — têm de estabelecer a sua capacidade para lidar com as questões monetárias e financeiras fundamentais de uma forma que seja aceitável para todos os estados membros. Isto requer alguma medida de assunção de responsabilidade pelo comportamento dos estados membros, sendo que a autoridade central tem de ser capaz de contrabalançar isto face ao risco moral que gera.

No caso americano, o país lidou com estes problemas, que estão ligados entre si, ao longo de um período de sessenta anos. A Assunção estabeleceu a seriedade do Estado central, mas também gerou risco moral. A recusa em assumir as dívidas dos estados em falência nos anos 1840 estabeleceu a credibilidade do compromisso do Estado federal em não resgatar estados. A Europa hoje enfrenta ambos os problemas, e a tentativa de os resolver simultaneamente tem, até agora, falhado. As propostas para reestruturar as dívidas são rejeitadas por gerarem demasiado risco moral, mas a incapacidade para propor uma abordagem séria a dívidas insustentáveis tem esvaziado a UE da maior parte da sua credibilidade política. Ambos estes aspetos da política central são essenciais: as autoridades centrais têm de inspirar fé na credibilidade dos seus compromissos, e fazê-lo sem gerar níveis inaceitáveis de risco moral.

Não se pretende, é claro, sugerir que a União Europeia deveria assumir as dívidas dos seus estados membros. Os estados nacionais da Europa têm uma capacidade e recursos muito mais vastos do que tinham os nascentes estados americanos. Mas a falta de credibilidade das instituições centrais da Europa é perturbadora, e lembra a posição frágil dos novos Estados Unidos antes de 1789. A União Europeia não necessita de demonstrar a sua fiabilidade creditícia nos mercados financeiros internacionais, como era o caso dos Estados Unidos no tempo de Hamilton. As instituições da UE têm de demonstrar que são capazes de ultrapassar a hesitação dos credores e estados credores, para levar a cabo a obviamente necessária reestruturação das dívidas que têm estrangulado o crescimento por quase uma década¹⁰.

Outra lição a retirar, e a que muitos europeus parecem resistir, é que uma política monetária apolítica é uma quimera desprovida de sentido, como o são instituições monetárias apolíticas. Os bancos centrais são criados pelos Estados, para levar a cabo as diretivas de políticos eleitos. In *extremis*, podem ser coartados pelos governos — ou, como na antiga experiência americana, encerrados. A noção

¹⁰ Poder-se-á inferir a partir daqui uma perspetiva mais fortemente a favor de uma “união orçamental”, com base na experiência americana. Apesar do que alegam muitos europeus, o sistema monetário americano não precisou da união orçamental, na forma de despesa pública federal em larga escala, ou estabilizadores automáticos. Nada disto existia no século XIX. O que funcionou foi, depois dos anos 1840, um compromisso altamente credível em não resgatar os estados, de tal modo que os estados levavam a cabo as suas próprias políticas orçamentais e de despesa. O país tinha assim, uma política orçamental descentralizada, sem controlo central, e uma moeda comum. Esta questão é de tal modo controversa na Europa de hoje que a refiro apenas de passagem.

de que uma regra escrita irá de alguma forma isolar uma autoridade monetária das realidades políticas de um país, ou de uma região, não tem qualquer base teórica, histórica, ou na experiência atual.

Faz muito mais sentido reconhecer a realidade político-económica do que fazer de conta que a política não existe, ao insistir na proposta tecnicamente superior. Insistir na política ótima, mas inatingível, leva quase sempre a um resultado pior do que se se procurar a melhor possível: um caminho politicamente inviável é normalmente substituído por um na curva de menor resistência política.

No contexto europeu, o Banco Central Europeu parece bastante consciente das suas responsabilidades para com as heterogêneas comunidades da área do euro. Mas alguns dos estados membros parecem acreditar que qualquer consideração de realidades políticas pelo BCE é desadequada. Claro, isto faz-se normalmente acompanhar de uma insistência para que o BCE vergue as suas políticas em função das realidades políticas do estado membro em causa. Assim, os países credores, com grandes comunidades de aforradores, queixam-se amargamente e criticam o BCE pelas perdas que os seus cidadãos estão a sofrer, mas qualquer comentário de um país devedor sobre a necessidade de políticas mais agressivas, que aliviem o peso das dívidas acumuladas, tem como resposta uivos sobre a independência do banco central. A política monetária, como todas as outras, cria ganhadores e perdedores. Qualquer estado membro ou grupo de interesse que espere ganhar sempre, ou que as regras formais irão garantir que ganhará sempre, acabará desiludido.

A experiência americana indica que construir uma união económica de qualquer espécie é um caminho longo e difícil. As razões não são técnicas: não é grande exagero dizer que Alexander Hamilton tinha as soluções técnicas todas. Sabia como se criava uma união orçamental funcional com uma política monetária e financeira única, e um regime orçamental estável. Contudo, as suas criações revelaram-se politicamente insustentáveis, e as realidades políticas acabaram por pôr em causa as suas conquistas. Só 80 anos — e uma guerra civil — depois é que o país desenhou compromissos politicamente sustentáveis, e mesmo estes foram continuamente desafiados ao longo de 80 anos. Poder-se-ia dizer que, chegados aos anos 50, tínhamos alcançado nos Estados Unidos um conjunto estável de arranjos institucionais no que diz respeito à política macroeconómica, à política financeira e ao papel do Estado na economia. E, no entanto, os fundamentos desses arranjos foram desafiados nos anos 80, e substancialmente revistos, revisões essas que estão hoje a ser novamente desafiadas. Neste contexto, não nos deveria surpreender que o caminho para a união económica e monetária na Europa venha sendo pleno de curvas e contracurvas, e pejado de obstáculos — e, bem assim, que o continente não tenha chegado ainda sequer perto do seu destino final.

Referências bibliográficas

- Bodenhorn, Howard (2001). *Antebellum Banking in the United States*. EH.net, disponível em <https://eh.net/encyclopedia/antebellum-banking-in-the-united-states-2/>
- Broz, J. Lawrence (1998). “The Origins of Central Banking: Solutions to the Free Rider Problem”. *International Organization* 52, 2 (Spring), pp. 231-268.
- Cowen, David Jack (2000). *The Origins and Economic Impact of the First Bank of the United States, 1791-1797*. Nova Iorque: Garland Press.
- English, William, B. (1996). “Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840s”. *American Economic Review*, 86, pp. 259-275.
- Frieden, Jeffry (2016). “The crisis, the public, and the future of European integration”, in Francesco Caselli, Mário Centeno, e José Albuquerque Tavares (eds.), *After the Crisis: Reform, Recovery, and Growth in Europe*, Oxford: Oxford University Press.
- Gorton, Gary (1996). “Reputation Formation in Early Bank Note Markets”. *Journal of Political Economy* 104, 2 (abril), pp. 346-397.
- Gorton, Gary (1989). *An Introduction to Van Court's Bank Note Reporter and Counterfeit Detector*. The Wharton School, University of Pennsylvania, disponível em <http://faculty.som.yale.edu/garygorton/documents/Introvancourt.pdf>
- Grinath, Arthur III, John Wallis and Richard Sylla (1997). *Debt, Default, and Revenue Structure: The American State Debt Crisis in the Early 1840s*. Historical Working Paper N.º 97, NBER.
- Hall, George and Thomas Sargent (2014). “Fiscal discriminations in three wars”. *Journal of Monetary Economics* 61, pp. 148-166.
- Hamilton, Alexander (1850). *The Works of Alexander Hamilton: Correspondence, 1769-1789 Volume 1*. Nova Iorque: J.F. Trow.
- Hammond, Bray (1957). *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War*. Princeton: Princeton University Press.
- Rockoff, Hugh (1991). “Lessons from the American Experience with Free Banking”, in Forrest Capie and Geoffrey Wood (eds.), *Unregulated Banking: Chaos or Order?* Londres: Macmillan.
- Rockoff, Hugh (2015). *War and Inflation in the United States from the Revolution to the First Iraq War*. Working Paper 21221, maio, NBER.
- Rousseau, Peter L. and Richard Sylla (2005). “Emerging Financial Markets and Early US Growth”. *Explorations in Economic History* 42, 1 (janeiro), pp. 1-26.
- Sylla, Richard, John Legler, e John Wallis (1987). “Banks and State Public Finance in the New Republic: The United States, 1790-1860”. *Journal of Economic History* 47 (junho), pp. 391-403.

- Sylla, Richard (2010). “Financial Foundations: Public Credit, the National Bank, and Securities Markets”, in Douglas Irwin e Richard Sylla (eds.) *Founding Choices: American Economic Policy in the 1790s*, Chicago: University of Chicago Press.
- Sargent, Thomas (2012). *United States then, Europe now*. Discurso de recepção do Prémio Nobel, em Estocolmo, a 8 de dezembro 2011, disponível em https://files.nyu.edu/ts43/public/research/Sargent_Sweden_final.pdf
- Wallis, John, Richard Sylla e Arthur Grinath III (2004). *Sovereign Default and Repudiation: The Emerging-Market Debt Crisis in the United States, 1839-1843*. Working Paper 10753, setembro, NBER.
- Wallis, John (2005). “Constitutions, Corporations, and Corruption: American States and Constitutional Change, 1842 to 1852”. *Journal of Economic History*, 65, 1 (março), pp. 211-256.

Análise e debate de políticas públicas ipp-jcs.org

Apoio

fundação
LUSO-AMERICANA
PARA O DESENVOLVIMENTO

Parceiro institucional



INSTITUTE OF PUBLIC POLICY

Thomas Jefferson – Correia da Serra

Rua Miguel Lupi, 20

1249-078 Lisboa – PORTUGAL

+351 213 925 986

IPP Policy Paper n.º 9 | janeiro 2017

ISSN: 2183-9360

*Lições para o euro da história
monetária e financeira americana*

Autor: Jeffry Frieden

Tradução: Luís Teles Morais

Design e paginação: IPP

Diretores responsáveis:

Marina Costa Lobo e Luís Teles Morais