

# O poder econômico privado contemporâneo em face da constituição do Federal Reserve e da monetização da dívida

## Contemporary private economic power in face of the constitution of the Federal Reserve and debt monetization

*Thiago Lopes Matsushita(1); Rodrigo de Camargo Cavalcanti(2)*

1 Professor Assistente-Doutor da Graduação, do Mestrado e do Doutorado em Direito da PUC/SP. Diretor da Escola de Direito da ALFA EDUCAÇÃO. Mestre e Doutor em Direito pela PUC/SP. Pesquisador pela FUNADESP.

E-mail: thiagomatsushita@uol.com.br | ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4277-8227>

2 Pesquisador pelo Núcleo de Estudos de Direito Econômico Empresarial e Professor do Mestrado em Direito Constitucional Econômico DA Unialfa; Pós-Doutorado em Ciências Jurídicas pela UNICESUMAR; Mestre e Doutor em Direito pela PUC/SP. Pesquisador pela FUNADESP.

E-mail: rodrigocavalcanti@gmail.com | ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8633-4922>

**Revista Brasileira de Direito**, Passo Fundo, vol. 17, n. 3, e4583, setembro-dezembro, 2021 - ISSN 2238-0604

[Received/Recebido: setembro 20, 2021; Accepted/Aceito: maio 6, 2022;

Publicado/Published: maio 10, 2022]

DOI: <https://doi.org/10.18256/2238-0604.2021.v17i3.4583>

Como citar este artigo / How to cite item: [clique aqui!/click here!](#)

## Resumo

O presente trabalho realiza uma análise da correlação entre as bases de surgimento e evolução do sistema bancário estadunidense e a sujeição da criação da moeda à dívida. Mediante metodologia crítica e histórico-exploratória, com pesquisa em obras, artigos científicos, documentos e legislações, tanto nacionais quanto internacionais, a partir dessa perspectiva coteja as funções atribuídas ao Federal Reserve de regular os juros de mercado, regular a inflação e dispor de valor a servir como uma salvaguarda em casos de grandes retiradas de dinheiro pelos depositantes e demais credores bancários. Conclui, afinal, que a concentração de mercado, juntamente à financeirização da economia e ao controle eletrônico das transações monetárias, condicionou o sistema financeiro ao poder econômico oligopolizado, o qual opera quase que alheio às políticas dos bancos centrais – se não alheio, sustenta e orienta seu funcionamento ao benefício da liquidez dos ativos em seu poder.

**Palavras-chave:** Sistema Financeiro. Federal Reserve. Criação de Moeda. Dívida. Concentração de Riqueza.

## Abstract

Through a critical and historical-exploratory methodology, with research in works, scientific articles, documents and legislations, both national and international, this paper analyzes the correlation between the foundations and evolution of the US banking system and the correlation between debt and monetization. From this perspective, the Federal Reserve is tasked with market interest rates, regulating inflation and as a safeguard in cases of large withdrawals by depositors. and other bank lenders. Following, the conclusion, after all, is that market concentration, coupled with the financialization of the economy and the electronic control of monetary transactions, has conditioned the financial system to oligopolized economic power, which operates almost oblivious to central bank policies - if not, it supports and guides the financial system operations to the benefit of the liquidity of its assets.

**Keywords:** Financial system Federal Reserve. Currency Creation. Debt. Wealth Concentration.

## 1 Introdução

O debate sobre a função do Banco Central é ainda atualmente bastante realizado na academia brasileira, tanto por parte de economistas, os quais muitas vezes elaboram teorias centradas em aspectos mais técnicos e específicos ao controle da moeda, quanto por parte de outros ramos das ciências humanas, que em boa parte deslocam o assunto para questões de cunho teórico ou com sustentação pragmática de atenção ao caminhar histórico das Instituições Financeiras e sua influência no âmbito internacional.

O presente trabalho é, então, de contemporânea relevância, inclusive pois relacionado com o cotejo do funcionamento do sistema financeiro, buscando clarear as estruturas desse sistema, com enfoque histórico-analítico no modelo estadunidense e suas respectivas instituições, temática próspera ao atingir diretamente o sistema financeiro global, tendo a financeirização se consolidado como uma das principais características do capitalismo atual.

Sendo assim, aqui se faz uma análise de um dos aspectos mais essenciais para um entendimento do Sistema Financeiro dos Estados Unidos, já que, ao menos formalmente, desde o consenso de Bretton Woods, dito sistema é um balizador da economia mundial, orientando a ordem econômica mundial há mais de um século, com o dólar americano servindo de base de sustentação do comércio internacional.

Referido aspecto diz respeito à compreensão da correlação entre as bases de surgimento e evolução do sistema bancário estadunidense e à sujeição da criação da moeda à dívida.

A partir dessa perspectiva, são cotejadas as funções atribuídas ao *Federal Reserve* (que se difundiram como fundamento para a imensa maioria dos Bancos Centrais pelo mundo) de regular os juros de mercado, regular a inflação e dispor de valor a servir como uma salvaguarda em casos de grandes retiradas de dinheiro pelos depositantes e demais credores bancários.

Para tanto, utiliza-se uma metodologia crítica e histórico-exploratória, com pesquisa em obras, artigos científicos, documentos e legislações, tanto nacionais quanto internacionais.

## 2 Aspectos históricos sobre o *Federal Reserve* e o lastro do dólar

Como sistema monetário, o padrão-ouro vigorou praticamente desde o século XIX até a Primeira Guerra Mundial.

Até meados do século XIX, com exceção da Inglaterra, que adotava o padrão ouro desde 1821, na Europa o bimetalismo era regra, sendo utilizados tanto o ouro quanto a prata, a depender da disponibilidade de cada um dos dois e também conforme a Lei de Gresham, essa a qual estabelecia alguns parâmetros de negociação em caso das duas moedas serem apresentadas como instrumentos de troca.

Foi somente em 1844 que o modelo inglês do padrão-ouro, com restrição para a emissão de notas estabelecida em libras (14 milhões de libras), serviu de preceito para outros países, devendo as emissões serem “cobertas integralmente por depósitos em ouro e prata, sendo no máximo um quarto desta última”<sup>1</sup>.

A Inglaterra, com crescente importância na economia mundial na época, ajudou a disseminar esse padrão para os demais países. Como salienta Renato Marcondes:

A Inglaterra assumiu papel preponderante na economia mundial, principalmente com relação aos fluxos de comércio e de capitais internacionais, como também na ausência de crises sinalizando aos demais países qual política adotar, coordenadamente com a inglesa. [...] Os movimentos de capitais beneficiaram-se das condições propiciadas pelo sistema monetário adotado, como os baixos riscos de longo prazo da flutuação da taxa de câmbio e da previsibilidade, também a longo prazo, dos preços em geral sob a vigência do padrão-ouro.<sup>2</sup>

O período de 1815 a 1914 foi conhecido como o século imperial britânico, no qual os conceitos econômicos liberais de Adam Smith foram utilizados como teoria econômica para balizar os ganhos financeiros do referido império em associação com agentes privados. O mercantilismo ainda era predominante, mas a Inglaterra já caminhava no sentido de uma ordem econômica liberal, sob a noção de “mercado livre” e da “mão invisível”. Como bem descreve Andrew Gavin Marshall, a “mão invisível” se dava pela composição de governo e indústrias privadas, moldando o “livre-mercado” com o controle submetido ao banco central inglês.<sup>3</sup>

Já nos Estados Unidos, em torno da década de 1890, o banqueiro americano John Pierpont Morgan, realizando empréstimos para o banco central do Egito, financiando ferrovias russas, projetos de obras públicas argentinas e negociando títulos do governo brasileiro, aumentou seu poder de controle sobre o mercado financeiro – principalmente o americano, ao salvar o governo dos EUA de uma crise bancária em 1893, formando junto à família dos Rothschild um sindicato de banqueiros para sustentar as reservas do governo.

Posteriormente, com a crise de 1907, alavancou-se um consenso da população americana em prol da criação de um Banco Central. Conforme Jon Moen e Ellis Tallman:

- 1 MARCONDES, Renato Leite. Padrão-ouro e estabilidade. *Revista Estudos Econômicos*, v. 28, n. 3, p. 533-559, jul./set. 1998, p. 537.
- 2 MARCONDES, Renato Leite. Padrão-ouro e estabilidade. *Revista Estudos Econômicos*, v. 28, n. 3, p. 533-559, jul./set. 1998, p. 541.
- 3 MARSHALL, Andrew Gavin. *Global Power and Global Government: Evolution and Revolution of the Central Banking System*. 21 jul. 2009. Disponível em: <https://andrewgavinmarshall.com/2011/07/10/global-power-and-global-government-evolution-and-revolution-of-the-central-banking-system/>. Acesso em: 13 dez. 2019.

Há duas razões principais pelas quais 1907 foi um ponto de virada no esforço para estabelecer um banco central dos EUA. A primeira razão é que o pânico de 1907 atingiu principalmente as empresas fiduciárias de New York. [...] as empresas fiduciárias da cidade de New York foram muito mais afetadas pelas retiradas de pânico em 1907 do que os bancos nacionais da cidade de New York. Durante o pânico de 1907, os empréstimos em empresas fiduciárias de Nova York caíram vertiginosamente em quase 37%. Em contraste, os empréstimos nos bancos nacionais de Nova York aumentaram mais de 8%. É notável que as empresas fiduciárias de New York não eram membros da *New York Clearinghouse*. [...] A segunda razão é que houve uma mudança drástica na liderança e nas atitudes na comunidade bancária de Nova York. A criação de um banco central exigiu o apoio dos líderes bancários de Nova York; sem o apoio deles, havia pouca chance de aprovação do Congresso.<sup>4</sup> (tradução nossa).

A referida *New York Clearinghouse*, então comandada especialmente pelas famílias Morgan, Rockefeller, Warburgs e Rothschild, é uma organização que foi criada em 1853, sendo a primeira *clearinghouse* dos Estados Unidos. As *clearinghouses* serviam para simplificar a liquidação de transações interbancárias no estado de Nova York, definindo a política monetária, emitindo *currencies* e até mesmo armazenando cofres de ouro para liquidar depósitos.

Conforme indicado, tendo em vista que a crise de 1907 atingiu basicamente as empresas fiduciárias, Morgan, em sua liderança na *New York Clearinghouse*, contribuiu para difundir a informação de insolvência da *Knickerbocker Trust Company*, e também para impedir que a *New York Clearinghouse* auxiliasse as fiduciárias, embasando-se no argumento de que essas não forneciam informações completas de seus mercados que possibilitasse um auxílio financeiro efetivamente confiável<sup>5</sup>.

4 “[...] there are two main reasons why 1907 was a turning point in the effort to establish a US central bank. The first reason is that the Panic of 1907 struck primarily the New York City trust companies. [...] New York City trust companies were much more affected by panic withdrawals in 1907 than were New York City national banks. During the Panic of 1907, loans at New York City trust companies fell precipitously by nearly 37 percent. In contrast, loans at New York City national banks increased by over 8 percent. It is notable that New York City trust companies were not members of the New York Clearinghouse. [...] The second reason is that there was a dramatic change in leadership and attitudes in the New York banking community. The creation of a central bank required the support of New York banking leaders; without their support there was little chance for congressional approval”. MOEN, Jon R.; TALLMAN, Ellis W. Why didn't the United States establish a central bank until after the panic of 1907? Paper, n. 99-16, *Federal Reserve Bank of Atlanta*, Atlanta, 1999. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/100801>. Acesso em: 13 dez. 2019, p. 1-2.

5 Cf. MOEN, Jon R.; TALLMAN, Ellis W. Why didn't the United States establish a central bank until after the panic of 1907? Paper, n. 99-16, *Federal Reserve Bank of Atlanta*, Atlanta, 1999. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/100801>. Acesso em: 13 dez. 2019, p. 6-8.

Em seguida, por meio de uma Comissão criada no Senado norteamericano para avaliar os impactos e as responsabilidades sobre a crise, o senador Nelson Aldrich argumentou em prol da superioridade do “sistema de descontos”<sup>6</sup> europeu e o papel vital desempenhado pelos bancos centrais da Europa na manutenção da estabilidade financeira.

Para isso, Aldrich se baseou em um estudo de Paul Warburg<sup>7</sup> para resaltar a eficácia do sistema europeu. Aldrich, conhecido aliado de Morgan e cuja filha se casou com um herdeiro da família Rockefeller, tornou-se o principal defensor de um sistema bancário central para os Estados Unidos.

Nesse sentido, David Wheelock, da *Research Division* do *Federal Reserve Bank* de St. Louis, e Michael Bordo, informam que:

Aldrich convocou a agora famosa reunião da Ilha Jekyll em novembro de 1910, onde se encontrou com um pequeno grupo de importantes banqueiros, incluindo Warburg, para determinar como organizar e operar o banco central proposto. O projeto de lei que Aldrich submeteu ao Congresso em 1912 foi o produto dessa reunião. Incluía muitos recursos que refletiam o desejo de Warburg de imitar os sistemas europeus. [...] o Federal Reserve Act de 1913 se assemelhava ao projeto Aldrich em muitos aspectos, incluindo as disposições relativas ao redesconto de papéis comerciais e letras de câmbio para bancos membros, que eram fundamentais para a maneira como o banco central serviria como emprestador de última instância para o sistema bancário.<sup>8</sup> (tradução nossa).

6 “Os europeus mobilizam isso, e fazem dele, ou melhor, de seu substituto e equivalente, a letra de câmbio, uma atraente segurança de investimento endossada por bancos, de curto prazo, buscada internacionalmente por qualquer pessoa que tenha fundos desocupados. ‘As letras de câmbio’, diz uma autoridade inglesa, ‘que são necessariamente e automaticamente transformadas em dinheiro no dia do vencimento, são obviamente uma garantia ideal para o investimento de um banqueiro. Elas são líquidas e prontamente negociáveis e na data de vencimento são descontadas, sem qualquer necessidade de procurar um comprador, e sem qualquer questão de condições de mercado’” (MILES, 1911, p. 28, tradução nossa).

7 Cf. WARBURG, Paul M. *The Discount System in Europe*. *National Monetary Commission*. Senate. Washington: Government Printing Office, 1910.

8 “Aldrich convened the now famous Jekyll Island meeting of November 1910 where he met with a small group of leading bankers, including Warburg, to determine how to organize and operate the proposed central bank. The bill Aldrich submitted to Congress in 1912 was the product of that meeting. It included many features that reflected Warburg’s desire to emulate the European systems. [...] the Federal Reserve Act of 1913 resembled the Aldrich bill in many respects, including the provisions concerning the rediscounting of commercial paper and bills of exchange for member banks, which were fundamental to how the central bank would serve as lender of last resort to the banking system”. BORDO, Michael D.; WHEELOCK, David C. *The Promise and Performance of the Federal Reserve as Lender of Last Resort 1914-1933*. *National Bureau of Economic Research*, Massachusetts, fev. 2011, p. 2.

Vale salientar, então, que o *Federal Reserve Act* foi arquitetado por banqueiros, agentes financeiros privados, e não pelo Poder Público americano. O Fed americano, assim, desde sua instituição, é estruturado de forma a garantir a tais agentes substancial independência das decisões do Governo. Apesar do *Act* enunciar que a nomeação dos membros do conselho do Fed devem ser feitas pelo presidente e confirmadas pelo Senado<sup>9</sup>, e mesmo diante da obrigação legal de apresentar relatórios ao Congresso de tempos em tempos, o controle pelos agentes financeiros privados é permanente.

Com a chegada de Woodrow Wilson à presidência dos Estados Unidos, o *Federal Reserve Act* foi aprovado pelo Congresso e devidamente autorizado pelo presidente. Nos termos do referido *Act*, através do crescimento em longo prazo dos agregados monetários e de crédito emitidos conforme o potencial, da economia para aumentar a produção, os objetivos do Fed estavam em “promover efetivamente as metas de emprego máximo, preços estáveis e moderadas taxas de juros de longo prazo” (*Section 2A*).

O mesmo Woodrow Wilson teve publicado em 1913, ou seja, no início de seu mandato, livro de sua autoria intitulado “*The new freedom – A call for the emancipation of the generous energies of a people*”, em que se mostra arrependido ao dizer que:

Uma grande nação industrial é controlada pelo seu sistema de crédito. Nosso sistema de crédito é privadamente concentrado. O crescimento da nação, portanto, e todas as nossas atividades, estão nas mãos de uns poucos homens que, mesmo que sua ação seja honesta e destinada ao interesse público, estejam necessariamente concentradas nos grandes empreendimentos em que seu próprio dinheiro está envolvido e que necessariamente, por causa de suas próprias limitações, relaxam e checam e destroem a genuína liberdade econômica. Esta é a maior questão de todas e, para isso, os estadistas devem se dirigir com determinação para servir ao futuro e às verdadeiras liberdades dos homens.<sup>10</sup> (tradução nossa).

9 Federal Reserve Act: Section 10. Board of Governors of the Federal Reserve System - 1. Appointment and qualification of members - The Board of Governors of the Federal Reserve System (hereinafter referred to as the “Board”) shall be composed of seven members, to be appointed by the President, by and with the advice and consent of the Senate.

10 A great industrial nation is controlled by its system of credit. Our system of credit is privately concentrated. The growth of the nation, therefore, and all our activities are in the hands of a few men who, even if their action be honest and intended for the public interest, are necessarily concentrated upon the great undertakings in which their own money is involved and who necessarily, by very reason of their own limitations, chill and check and destroy genuine economic freedom. This is the greatest question of all, and to these statesmen must address themselves with na earnest determination to serve the long future and the true liberties of men. WILSON, Woodrow. *The New Freedom - A Call For the Emancipation of the Generous Energies of a People*. New York: Doubleday, Page & Company, 1913, p. 185.

Em seguida, outro fato importante que não pode ser deixado de lado é a crise iniciada em 1929, considerada a mais agressiva do século XX, atingindo outras nações, mas, especialmente, provocando altíssimos índices de desemprego e falências nos Estados Unidos.

## 2.1 Crise de 1929

Na Primeira Guerra Mundial, os países europeus saíram do padrão ouro para a impressão do dinheiro, e a resultante inflação de preços levou grandes quantidades do ouro mundial para os bancos dos Estados Unidos. No final da Guerra, os Estados Unidos permaneceram no padrão ouro sem alterar o valor do dólar, mantendo o ouro como um investimento seguro e sólido, enquanto outros países adotaram temporariamente as taxas de câmbio flutuantes. O centro financeiro internacional mundial, pós primeira guerra, foi se consolidando nos Estados Unidos, perdendo a Inglaterra o seu posto de maior potência econômica mundial, tendo em vista a brusca redução da competitividade inglesa e as fortes mudanças na situação internacional por conta dos déficits externos acumulados pelos países europeus no período de guerra, e “o ouro, nas décadas de 1920 e 1930, continua a fluir inexoravelmente para os Estados Unidos”<sup>11</sup>:

A política econômica americana [...] é operada de tal forma que torna impossível que esse país cumpra o papel desempenhado pela Inglaterra no período anterior. Ao longo desse período, os Estados Unidos obtêm saldos positivos tanto na conta corrente (na balança comercial) quanto na conta de capitais, atraindo todo o ouro do mundo. Para piorar a situação, nos anos 1930, os Estados Unidos aumentam suas tarifas, sobem a taxa de juros e depois ainda desvalorizam o câmbio, lançando o mundo na grande depressão.<sup>12</sup>

Mesmo quando alguns países pretenderam retornar ao padrão-ouro, em 1928, o *Federal Reserve* realizou manobras financeiras a fim de elevar as taxas de juros nos Estados Unidos, o que impediria o escoamento do ouro americano, com altas taxas de juros e reserva cambial, os empréstimos e demais produtos financeiros se tornaram atrativos. Assim, em seguida, conforme indica Gene Smiley:

[...] os Estados Unidos começaram a receber remessas de ouro. Em 1929, à medida que países do mundo perdiam ouro [...] iniciaram políticas deflacionárias para conter suas saídas de ouro e

11 SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2, p. 237-53, jul./dez. 2002, p. 242.

12 SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2, p. 237-53, jul./dez. 2002, p. 242.

permanecer no padrão-ouro. Essas políticas deflacionárias foram projetadas para restringir a atividade econômica e reduzir os níveis de preços, e foi exatamente isso que eles fizeram. Assim começou a Grande Depressão mundial.<sup>13</sup> (tradução nossa).

Então, com o início da contração, tendo em vista o boom do mercado de ações a partir da segunda metade da década de 1920<sup>14</sup>, ocorre o crash no final de outubro de 1929. Em resposta a essa crise, seguindo Timothy Canova, o *Federal Reserve*:

[...] estendeu o crédito diretamente aos negócios da Main Street. A Seção 13 (3) do Federal Reserve Act permitia que o Fed emprestasse diretamente, não apenas aos grandes bancos, mas também a “indivíduos, parcerias e corporações” em “circunstâncias incomuns e exigentes”. Outra disposição, seção 13 (b) (revogada em 1958) autorizou o Fed a disponibilizar crédito para “capital de giro para negócios industriais e comerciais estabelecidos” com vencimentos admissíveis de até cinco anos e “sem quaisquer limitações quanto ao tipo de garantia”. No total, o Fed disponibilizou cerca de US\$ 280 milhões para pequenas e médias empresas. Isso era cerca de 0,43% do PIB na época, ou cerca de US \$ 65 bilhões nos dias de hoje.<sup>15</sup>

13 “[...] the United States began to receive shipments of gold. By 1929, as countries around the world lost gold to France and the United States, these countries’ governments initiated deflationary policies to stem their gold outflows and remain on the gold standard. These deflationary policies were designed to restrict economic activity and reduce price levels, and that is exactly what they did. Thus began the worldwide Great Depression”. SMILEY, Gene. Great Depression. *Econlib’s Economic History collection*. 2018. Disponível em: [https://rucuko.ga/vodo\\_nap\\_lop\\_c.pdf](https://rucuko.ga/vodo_nap_lop_c.pdf). Acesso em: 13 dez. 2019.

14 Esse *boom* do mercado de ações se deu especialmente pela utilização de alavancagem dos investimentos através das chamadas “*margin loans*” altamente inseguras na época, e que dizem respeito a uma forma de alavancagem que permite que você peça dinheiro emprestado do corretor para investir em ações aprovadas ou fundos administrados, usando seu dinheiro existente, ações ou fundos gerenciados como garantia. O grande risco é que, como uma contrapartida, tinha-se o *margin call*, que era quando corretor enviava ao cliente uma notificação informando que, caso esse não enviasse recursos adicionais em um curto prazo de tempo, as ações seriam vendidas, e as perdas deveriam ser arcadas nesse mesmo prazo.

15 “[...] extended credit directly to Main Street businesses. Section 13(3) of the Federal Reserve Act allowed the Fed to lend directly, not just to big banks, but also to “individuals, partnerships, and corporations” in “unusual and exigent circumstances.” Another provision, section 13(b) (since repealed in 1958) authorized the Fed to make credit available for ‘working capital to established industrial and commercial businesses’ with permissible maturities of up to five years and “without any limitations as to the type of security” for collateral. In total, the Fed made about \$280 million available to small and moderate-sized businesses. That was about 0.43 percent of GDP at the time, or about \$65 billion in today’s terms”. CANOVA, Timothy A. Who Runs the Fed. *Dissent*, v. 63, n. 3, 2015, p. 126-133, p. 127.

Mediante esse auxílio na recuperação, os bancos que faziam parte do restrito conglomerado financeiro de responsáveis pelos milhões de dólares emprestados em nome do *Federal Reserve*, consolidaram-se como o sustentáculo desse mercado, bancos esses aos quais se submetia invariavelmente parte considerável dos demais importantes *players* financeiros dos Estados Unidos e outros do globo. Além disso, a compra de bancos menores que logo em seguida entraram em falência se tornou um negócio lucrativo para bancos internacionais e para aqueles americanos que, graças a informações privilegiadas, inclusive por conta de proximidades com o Fed, se mantiveram no mercado.

Posteriormente, em 1933, os Estados Unidos praticamente aboliram em seu mercado interno a conversão para ouro, se tornando o dólar uma moeda sem lastro, e, em 1934, argumentando a necessidade de reestruturação do mercado financeiro americano, foi promulgado o “*Gold Reserve Act of 1934*”, o qual determinava que todo ouro em posse e propriedade de qualquer pessoa ou instituição americana deveria ser entregue ao Governo dos Estados Unidos. Nos seus termos:

Após a aprovação desta Lei, todos os direitos, títulos e interesses, e todas as reclamações do *Federal Reserve Board*, de todos os bancos do *Federal Reserve*, e de todos os agentes do *Federal Reserve*, toda e qualquer moeda de ouro e ouro devem passar para e são por este meio investidos nos Estados Unidos; [...].

SEC. 4. Qualquer ouro retido, adquirido, transportado, derretido ou tratado, importado, exportado, reservado ou mantido em custódia, em violação deste Ato ou de quaisquer regulamentos emitidos neste documento, ou licenças emitidas em conformidade com o mesmo, será perdido para os Estados Unidos. E seus detentores e respectivos bens podem ser condenados por processos semelhantes aos previstos em lei para a confiscação, apreensão e condenação de bens importados para os Estados Unidos; e, além disso, qualquer pessoa que não cumprir as disposições desta Lei ou de tais regulamentos ou licenças estará sujeita a uma penalidade igual ao dobro do valor do ouro em relação ao qual tal falha ocorreu.<sup>16</sup> (tradução nossa).

16 “SEC. 2. (a) Upon the approval of this Act all right, title, and interest, and every claim of the Federal Reserve Board, of every Federal Reserve bank, and of every Federal Reserve agent, in and to any and all gold coin and gold bullion shall pass to and are hereby vested in the United States; [...]. SEC. 4. Any gold withheld, acquired, transported, melted or treated, imported, exported, or earmarked or held in custody, in violation of this Act or of any regulations issued hereunder, or licenses issued pursuant thereto, shall be forfeited to the United States, and may be seized and condemned by like proceedings as those provided by law for the forfeiture, seizure, and condemnation of property imported into the United States contrary to law; and in addition any person failing to comply with the provisions of this Act or of any such regulations or licenses, shall be subject to a penalty equal to twice the value of the gold in respect of which such failure occurred”. USA. *Gold Reserve Act*. 1934. Disponível em: <http://www2.econ.iastate.edu/classes/econ355/choi/1934jan30.html>. Acesso em: 12 dez. 2019.

Já no mercado financeiro internacional, em 1944, capitaneado por Inglaterra e Estados Unidos, o Acordo de *Bretton Woods*, apesar dos objetivos keynesianos de eliminar o papel exercido pelo ouro enquanto último ativo de reserva do sistema, foi o marco do início da instituição do dólar como parâmetro de sustentação. E isso porque, mesmo que não oficialmente:

[...] a economia americana funcionava [...] como “reguladora” do sistema capitalista. Isto significa que os Estados Unidos cumpriam o papel de fonte autônoma de demanda efetiva e prestador de última instância. Para os países membros do sistema hegemônico esta função reguladora era uma garantia ex-ante de políticas nacionais expansionistas continuadas e estratégias de crescimento neo-mercantilistas.<sup>17</sup>

Nesse período, os EUA eram o único país superavitário, além de sozinho responder por cerca de 2/3 das reservas mundiais de ouro, e, portanto, também os únicos capazes de sustentar o regime de convertibilidade<sup>18</sup>. Conforme sustentam Baer, Cintra, Strachman e Toneto Júnior:

O acordo de Bretton Woods, portanto, foi importante como procedimento de institucionalização da hegemonia dos EUA no campo monetário internacional, e o aspecto-chave neste sentido foi a definição do ouro como ativo de reserva. A partir da aceitação do dólar como referencial internacional, a gestão monetário-financeira mundial, de fato, passa a estar sujeita aos ditames da política norte-americana.<sup>19</sup>

Assinado em julho de 1944 durante a Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas, criou-se também em Bretton Woods o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD).

Ainda acordou-se a obrigação dos países em adotar uma política monetária que mantivesse a taxa de câmbio num patamar de valor indexado ao dólar, esse o qual, por sua vez, se ligava ao ouro também numa base fixa de câmbio. A discussão em torno do

17 BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Revista Economia e Sociedade*, v. 4 n. 1, jun. 1995., p. 14.

18 OLIVEIRA, Giuliano Contento de; MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo. *Revista Pesquisa & Debate*, v. 19, n. 2, 2008, p. 195-219, p. 202.

19 BAER, Mônica; CINTRA, Marcos A. M.; STRACHMAN, Eduardo; TONETO JÚNIOR, Rudinei. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. *Revista Economia e Sociedade*, n. 4, p. 79-126, jun. 1995, p. 80.

porquê do fim do sistema implementado em *Bretton Woods* gira em torno de diversos argumentos, sendo um dos motivos a crescente demanda global por ouro após o alcance relativo da estabilidade dos países europeus depois das duas grandes guerras, fomentando os interesses domésticos de cada soberania, assim como dos Estados Unidos por conta da Guerra do Vietnã.

Diante da suspensão unilateral dos Estado Unidos do sistema de *Bretton Woods*, durante a presidência de Richard Nixon, foi cancelada a conversibilidade direta do dólar em ouro. Assim, em 1973 o sistema de paridades fixas, mas ajustáveis, do referido acordo, foi substituído por um sistema de flutuações<sup>20</sup>.

O dólar, portanto, se torna a moeda fiduciária internacional, ou seja, não é lastreada a nenhum metal, desprovida, então, de valor intrínseco, e passa a ser usada como moeda de reserva por muitos Estados. Dessa maneira:

A liberdade para fazer flutuar o dólar é assim uma das vantagens do padrão dólar flexível, que permite que os Estados Unidos não tenham que perder competitividade real em nome da manutenção de sua preeminência financeira e monetária. A outra vantagem para os Estados Unidos da ausência de conversibilidade em ouro é a eliminação pura e simples da sua restrição externa.<sup>21</sup>

Vale salientar que, ainda anteriormente a essa adoção internacional ao sistema flutuante, tendo em vista a ruptura anterior com o ouro enquanto lastro no mercado nacional, em 1961 o americano *Federal Reserve Bank* – FED – lançou uma publicação intitulada *Modern Money Mechanics*, com a proposta de descrever o processo básico de criação de dinheiro em um sistema bancário de reserva fracionária,<sup>22</sup> e que merece atenção pela sua linha de raciocínio até hoje em sustentação em grande parte das economias do globo.

Essa publicação detalha a prática institucionalizada de criação de dinheiro como é realizada pelo Fed e pela rede global de bancos comerciais que ele sustenta.

Uma das primeiras lições de *Modern Money Mechanics* é que:

Nos Estados Unidos, nem dinheiro em espécie nem depósitos têm valor como commodities. Intrinsecamente, uma nota de um dólar é apenas uma folha de papel, depósitos são meramente entradas de livros. As moedas têm algum valor intrínseco como metal, mas geralmente muito menos do que seu valor nominal. O que,

20 BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Revista Economia e Sociedade*, v. 4 n. 1, jun. 1995, p. 14.

21 SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2, p. 237-53, jul./dez. 2002, p. 251.

22 Cf. NICHOLS, Dorothy M. *Modern Money Mechanics Federal Reserve Bank of Chicago*, mai. 1961.

então, torna esses instrumentos - cheques, papel-moeda e moedas - aceitáveis pelo valor nominal no pagamento de todas as dívidas e para outros usos monetários? Principalmente, é a confiança que as pessoas têm de poder trocar essa moeda por outros ativos financeiros e por bens e serviços reais sempre que desejarem.<sup>23</sup> (tradução nossa)

Dessa maneira, o que faz o dinheiro ter valor de troca é somente a confiança da população em seu valor de troca. E esse fato fica ainda mais claro quando se entende que nem sempre foi assim – o dinheiro já teve lastro em ouro, material palpável, conforme dito anteriormente.

Dessa maneira, uma forma simples de se compreender a criação de dinheiro pelo sistema financeiro atual é pensar da seguinte forma:

O governo dos EUA decide que precisa de dinheiro. Então ele fala com o Federal Reserve e pede, digamos, 10 bilhões de dólares. O FED responde: “Claro, vamos comprar 10 bilhões em títulos públicos de vocês”. Aí o governo pega alguns papéis, coloca símbolos neles que os fazem parecer oficiais, e os chama de títulos do Tesouro. Ele atribui a esses papéis o valor de 10 bilhões de dólares e os envia para o FED. Em troca, o FED imprime uma quantia de papéis deles próprios. Só que desta vez, com o nome de notas do FED. Também atribuindo o valor de 10 bilhões de dólares a esses papéis, o FED pega essas notas e as troca pelos títulos. Assim que a transição é concluída, o governo pega os 10 bilhões em notas do FED e deposita em uma conta bancária. E, com esse depósito, as notas de papel passam oficialmente a ter valor de moeda, adicionando 10 bilhões ao suprimento monetário dos EUA. E aí está! Foram criados 10 bilhões de dólares em dinheiro.<sup>24</sup>

Esse processo contemporaneamente é realizado inúmeras vezes e em curtíssimo prazo de tempo, além de, claro, não estar preso ao papel físico propriamente dito, e sim ser efetuado em grande parte eletronicamente e com extrema rapidez e eficiência.

Quando o governo americano emite títulos para o Fed em troca de dinheiro, o governo se compromete a devolver a mesma quantia, mais juros, ao mesmo Fed.

23 “In the United States neither paper currency nor deposits have value as commodities. Intrinsically, a dollar bill is just a piece of paper, deposits merely book entries. Coins do have some intrinsic value as metal, but generally far less than their face value. What, then, makes these instruments - checks, paper money, and coins - acceptable at face value in payment of all debts and for other monetary uses? Mainly, it is the confidence people have that they will be able to exchange such money for other financial assets and for real goods and services whenever they choose to do so”. NICHOLS, Dorothy M. *Modern Money Mechanics Federal Reserve Bank of Chicago*, mai. 1961, p. 3.

24 TZM. *Zeitgeist 2: Addendum*. *Youtube*. 7min:35seg. 2008. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=0OZAvJjhp9E>. Acesso em: 13 jul. 2019.

Em outros termos, o dinheiro foi criado a partir de uma dívida, e títulos públicos instrumentos de endividamento.

### 3 A reserva compulsória

Além do que foi dito, o *Federal Reserve*, num modelo mundialmente adotado, requer que uma porcentagem das reservas dos Bancos privados, reserva essa adquirida pela sua possibilidade em gerir contas, empréstimos, financiamentos etc., fique retida (atualmente essa porcentagem está em torno de 10%).

Retendo parte do valor, o banco pode utilizar o restante para outras operações de crédito, desde que cada operação tenha os referidos 10% como reserva. Ou seja, por exemplo, 10% é isolado e em seguida, 90% dos 9 bilhões, ou 8,1 bilhões, tornam-se dinheiro recém-criado, disponível para mais empréstimos, e assim por diante.

Por mais de 80 anos, vivemos em um mundo no qual o dinheiro pode ser criado, de fato, do nada. [...] os bancos centrais podem criar dinheiro, mas os bancos comuns também. Quando um banco faz um empréstimo, normalmente apenas coloca o dinheiro na conta bancária do credor, tenha ou não esse dinheiro em mãos - os bancos podem emprestar mais dinheiro do que tem em suas reservas. E assim, com cada empréstimo de capital próprio, empréstimo de carro e hipoteca, os bancos aumentam consideravelmente o suprimento de dinheiro.<sup>25</sup>

Fato é que o montante do total de dinheiro disponível ao banco aumenta independentemente da demanda por bens e serviços. E como a oferta e a demanda definem o equilíbrio, os preços sobem reduzindo o poder de compra de cada dólar. O processo inflacionário, assim, é inerente ao sistema capitalista financeiro atual.

A porcentagem dos valores a ser retida é chamada de *reserve ratio*, ou reserva compulsória, e é parte da política monetária de reserva fracionada, que, em poucas palavras, é:

[...] a prática de criação de dinheiro de crédito na forma de depósitos, por meio de empréstimos, numa magnitude maior que os fundos, desde que mantenham como reserva uma determinada fração dos depósitos totais (fundos + dinheiro de crédito). A renda criada pelo

25 “For more than 80 years, we’ve been living in a world in which money can be created, in effect, out of thin air. As we’ve already discussed, the central banks can create money, but so can ordinary banks. When a bank makes a loan, it typically just puts the money into the borrower’s bank account, whether or not it has that money on hand—banks are allowed to lend more money than they have in their reserves. And so with each home equity loan, car loan, and mortgage, banks add incrementally to the money supply.” SUROWIECKI, J. A brief history of money. *IEEE Spectrum*, v. 49, n. 6, p. 44–79, 2012, p. 79.

capital industrial é, em parte, iniciada pelos empréstimos do capital bancário. A acumulação do capital bancário moderno é, em parte, o processo de incremento do capital monetário à disposição dos bancos no sistema bancário de reservas fracionadas. Isto equivale à progressiva concentração, centralização e criação interativa de uma reserva socializada de capital monetário.<sup>26</sup>

Dessa feita, o argumento para se manter a porcentagem de reserva compulsória é que, assim, o Fed e Bancos Centrais em geral podem controlar a saída de dinheiro a se tornar disponível para a sociedade, sendo capaz, então, de (a) regular os juros de mercado; (b) regular a inflação; e (c) dispor de valor a servir como uma salvaguarda em casos de grandes retiradas de dinheiro pelos depositantes e demais credores bancários.

Esses três fundamentos das reservas bancárias são referenciados também como base para as chamadas “reservas compulsórias” determinadas pelo Banco Central brasileiro, dentre outros pelo mundo que acompanham esse modelo.

A regulação dos juros de mercado é através do controle da taxa básica, essa chamada no Brasil de taxa Selic Over (orientada pela taxa Selic Meta), e nos Estados Unidos de *overnight interest rates - Fed Funds Rate*.

Essa taxa de juros é aquela utilizada como parâmetro para os empréstimos entre bancos e outras instituições depositárias e que geralmente ocorrem de um dia para o outro. Esse empréstimo entre bancos usualmente ocorre com lastro em títulos federais, títulos esses com as referidas taxas de juros, nos Estados Unidos, controlada pelo Fed.

Se há aumento dessa taxa, a consequência é o repasse do custo aos clientes finais do Banco através do aumento dos juros de empréstimos, financiamentos, e demais produtos bancários. Havendo esse aumento, há uma redução no poder de compra da população, e, portanto, diminuição da inflação dos preços de mercado, o que também pode ocasionar eventual controle da diminuição do valor da moeda local.

Esse é o raciocínio lógico mais utilizado para se conceber a relação entre inflação e reserva compulsória.

A salvaguarda do sistema financeiro, por sua vez, diz respeito à possibilidade de sustentação desse sistema mesmo com saques e retiradas de grande aporte e em curto prazo de tempo pelos depositantes e demais credores bancários, o que pode ocorrer em períodos esporádicos de crise.

Teoricamente, os bancos americanos teriam em torno de 10% do valor neles resguardados para suportar movimentos maciços de saques. Mas vale salientar que essa porcentagem deve ser relativizada.

26 SILVA, Giliad de Souza; MALDONADO FILHO, Eduardo Augusto de Lima. Circuito do capital e emissão monetária: uma interpretação marxista. Sociedade Brasileira de Economia Política. *Anais do XXIII Encontro Nacional de Economia Política*, jun. 2018. Disponível em: <https://sep.org.br/anais/Trabalhos%20para%20o%20site/Area%206/91.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2019, p. 5.

De fato, a análise desses três referidos fatores, que servem de fundamento não só para a reserva compulsória, como também, de forma mais ampla, para a consolidação integral do sistema monetário, merece ser observada sob dois aspectos do atual contexto norteamericano e global: (a) a preponderância das transações eletrônicas sobre o uso da moeda em espécie; e (b) a dinâmica microeconômica de consolidação de monopólios e oligopólios nos mais diversos setores de mercado.

#### 4 O sistema financeiro atual e o FED em face dos paradigmas do papel-moeda, da tecnologia e da concorrência

Há uma forte tentativa dos bancos centrais dos países mais ricos, incluindo dos Estados Unidos, em restringir cada vez mais o uso de dinheiro em espécie. Uma legislação americana que iniciou o processo de restrição de dinheiro em espécie, de 1970, é intitulada *Bank Secrecy Act* e obriga os bancos a reportar ao Tesouro americano qualquer depósito em espécie acima de 10 mil dólares. Na França, € 1.000 é o valor máximo em dinheiro físico por indivíduos residentes no país para pagarem para o fisco ou para um profissional<sup>27</sup>. Na União Europeia como um todo, sob o argumento do combate ao terrorismo e à lavagem de dinheiro, há estudos iniciados pelo *Economic and Financial Affairs Council* recomendando à Comissão Europeia que explore a necessidade de restrições apropriadas aos pagamentos em dinheiro que excedam certos limites.<sup>28</sup>

Atualmente, o debate se encontra cada vez mais aquecido, girando em torno do termo “*cashless society*”. De acordo com a estadunidense *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), o dinheiro em espécie representou apenas 30% de todos os pagamentos em 2017. Além disso, 68,7% dos domicílios dos EUA tinham um cartão de crédito em 2017, contra 63,8% em 2015<sup>29</sup>.

Os inconvenientes de se usar o papel-moeda em diversas transações são claros. Na economia contemporânea, “a agilidade e a eficiência para pagamentos são indispensáveis. A prática e a tecnologia nos levam, inevitavelmente, a um mundo onde o dinheiro em espécie será cada vez mais ausente”<sup>30</sup>.

27 Cf. BANQUE DE FRANCE. Where, under what conditions and how much can I pay in cash? *Banque de France*, 6 jul. 2018. Disponível em: <https://www.banque-france.fr/en/banknotes/how-recognise-and-use-euro-banknotes-and-coins/where-under-what-conditions-and-how-much-can-i-pay-cash>. Acesso em: 12 dez. 2019.

28 Cf. EU. Security Union: Commission publishes report on restriction on payments in cash. *European Commission*, jun. 2018. Disponível em: [https://ec.europa.eu/info/news/economy-finance/security-union-commission-publishes-report-restriction-payments-cash-2018-jun-13\\_en](https://ec.europa.eu/info/news/economy-finance/security-union-commission-publishes-report-restriction-payments-cash-2018-jun-13_en). Acesso em: 12 dez. 2019.

29 Cf. SANTANA, Shelle. Is the U.S. on Its Way to Becoming a Cashless Society? *Harvard Business Review*, 23 jul. 2019. Disponível em: <https://hbr.org/2019/07/is-the-u-s-on-its-way-to-becoming-a-cashless-society>. Acesso em: 12 dez. 2019.

30 Cf. ULRICH, Fernando. Guerra ao dinheiro, juros negativos e crise da Grécia: o Bitcoin é uma alternativa à crise. *Mises Brasil*, 3 jul. 2015. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2130>. Acesso em: 12 dez. 2019.

Por outro lado, as disposições legais que restringem ou coíbem o uso do dinheiro físico, disposições essas já em prática em alguns países desenvolvidos, possibilita igualmente um maior controle governamental sobre as finanças de toda a sociedade sujeita ao controle bancário:

Hoje em dia, a fração de depósitos lastreada por papel-moeda é ainda mais insignificante, dado que boa parte das reservas totais dos bancos está constituída na forma de dígitos eletrônicos depositados no banco central. As reservas atuais dos bancos já são dinheiro estatal digital. Por isso, socorrer bancos em apuros, injetar liquidez no sistema, intervir nos mercados de dívida e acionários são tão triviais no mundo moderno: bastam alguns comandos no computador, e bilhões de dólares são materializados do nada nas contas de reservas do sistema bancário.

Assim, se com o papel-moeda em circulação é possível levar uma instituição financeira à bancarrota — o que, dependendo da dimensão do banco, cria um risco sistêmico —, nada mais natural que abolir o dinheiro em espécie.<sup>31</sup>

Esses termos levantados pelo pesquisador Fernando Ulrich são mais relevantes ainda ao se considerar que as taxas de juros negativas já são uma realidade em países como Japão, Suécia e Dinamarca, e o índice zero de juros atinge boa parte dos países europeus (Itália, Portugal, Espanha, entre outros)<sup>32</sup>. Nesse sentido, questões tão simples quanto centrais que podem surgir de tal constatação são: com essas taxas básicas mínimas e negativas dos bancos centrais de países desenvolvidos, como se estabiliza o processo inflacionário e se promove o investimento financeiro e o desenvolvimento nacional? A dívida norte-americana é balizada de qual maneira (ou, até onde vai a confiança do - entidade abstrata, vale dizer - “mercado”), sendo que a sua taxa de juros básica está em mínimos 1,75%<sup>33</sup>?

Para não escapar do tema central deste trabalho, essas questões são dispostas como proposições inquietantes que podem decorrer do debate até aqui exposto. De qualquer forma, assim como a ausência de lastro da moeda em período anterior, a abolição da moeda em espécie se apresenta como orientação de um futuro próximo, e não é possível deixar de se relacionar essa situação com a possibilidade de, na ordem

31 ULRICH, Fernando. Guerra ao dinheiro, juros negativos e crise da Grécia: o Bitcoin é uma alternativa à crise. *Mises Brasil*. 3 jul. 2015. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2130>. Acesso em: 12 dez. 2019.

32 TRADING ECONOMICS. Taxa de juro – lista de países. *Trading Economics*. 12 dez. 2019. Disponível em: <https://pt.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate>. Acesso em: 12 dez. 2019.

33 TRADING ECONOMICS. Taxa de juro – lista de países. *Trading Economics*. 12 dez. 2019. Disponível em: <https://pt.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate>. Acesso em: 12 dez. 2019.

econômica globalizada atual, os Bancos Centrais estarem aptos a garantir taxas tão baixas de juros básicos. Dessa maneira, em relação ao papel-moeda, com Ulrich, cabe salientar o seguinte:

[...] enquanto os legisladores pretendem apenas limitar o uso do dinheiro, os economistas têm a ambição de aboli-lo por completo. O pretexto dessa política radical remete a uma mera inconveniência de política monetária: como impor taxas nominais de juros negativos aos detentores de papel-moeda que operam fora do sistema financeiro e longe do alcance do banco central?<sup>34</sup>

Mesmo diante dessa tendência dos países desenvolvidos de ajuste das taxas básicas de juros para porcentagens negativas, a economia norteamericana sofre pressões externas sobre a interferência nas decisões do Fed, inclusive tendo em vista o aumento constante da sua dívida pública, o que se apresenta como tema de debate internacional principalmente após a crise de 2008.

O que merece atenção, também, é que a taxa estadunidense atual de 1,75% é muito baseada nos fatores descritos pelo próprio Fed:

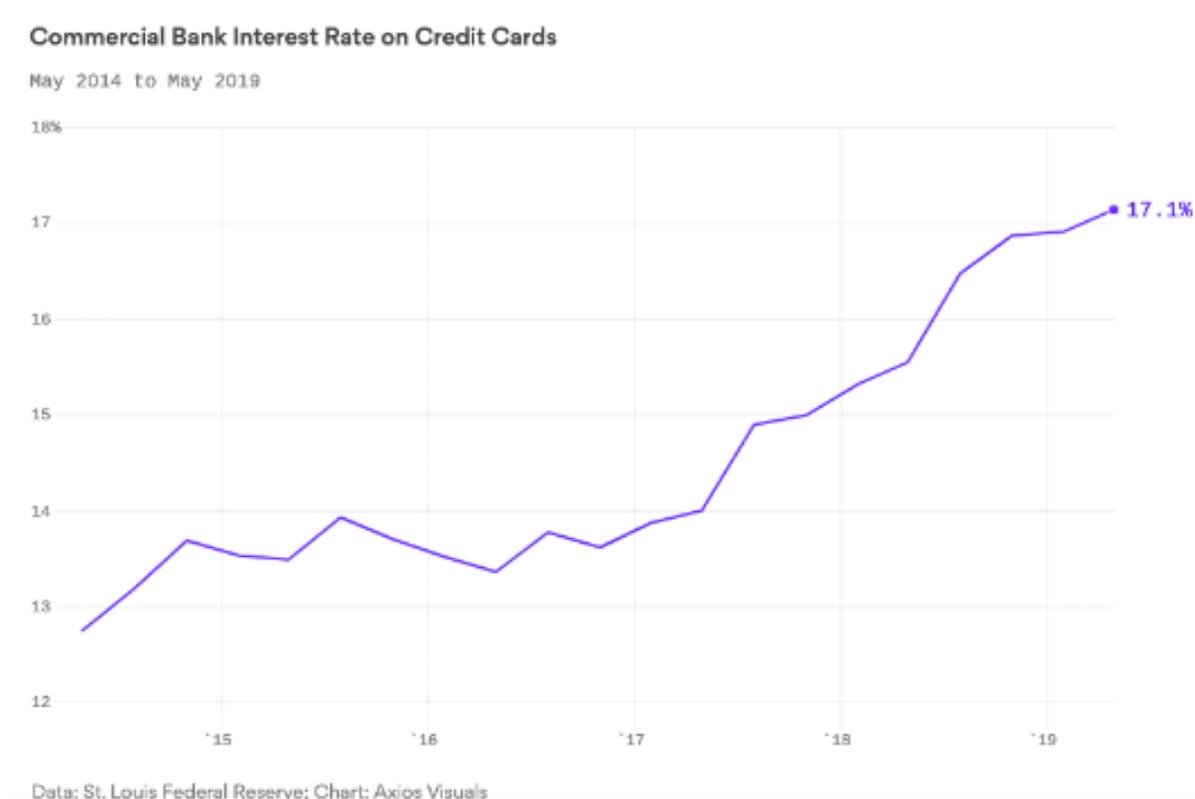
[...] o crescimento dos gastos das famílias tenha aumentado desde o início do ano, o crescimento do investimento fixo nos negócios tem sido suave. Em uma base de 12 meses, a inflação global e a inflação para itens além de alimentos e energia estão abaixo de 2%. As medidas de compensação de inflação baseadas no mercado permanecem baixas; medidas baseadas em pesquisas de expectativas de inflação de longo prazo são pouco alteradas.<sup>35</sup> (tradução nossa).

O Fed afirma, portanto, que os gastos das famílias norteamericanas têm aumentado ano após ano, mesmo com a queda da taxa de juros. As taxas de cartão de crédito nos Estados Unidos, de maio de 2014 a maio de 2019, não pararam de crescer, conforme apresentado no gráfico abaixo, desenvolvido pela mídia estadunidense Axios:

34 ULRICH, Fernando. Guerra ao dinheiro, juros negativos e crise da Grécia: o Bitcoin é uma alternativa à crise. *Mises Brasil*. 3 jul. 2015. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2130>. Acesso em: 12 dez. 2019

35 “[...] growth of household spending has picked up from earlier in the year, growth of business fixed investment has been soft. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed”. FED. Federal Reserve Issues FOMC statement. FED. 31 jul. 2019. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190731a.htm>. Acesso em: 13 dez. 2019.

**Figura 1** - Taxas de cartão de crédito nos Estados Unidos, de maio de 2014 a maio de 2019



**Fonte:** RABOUIN, Dion. Interest Rates. *Axios*. 12 dez. 2019.

Dessa forma, desde 2014, as taxas de juros do cartão de crédito subiram 4,4 pontos percentuais, representando um aumento de 35% nos custos para os consumidores, apesar do fato de as taxas de juros básicas dos EUA permanecerem em mínimos históricos<sup>36</sup>.

Ora, afinal, com esses índices atuais, mais o crescimento dos gastos das famílias desde o início de 2019, e também diante de um ínfimo crescimento do investimento fixo de capital nos negócios, qual a real influência das baixas taxas de juros básicas norte-americanas e a quem, se há alguém, interessa esse cenário atual?

Para responder a essa pergunta, importa levar em consideração os seguintes dizeres de Fernando Carvalho:

[a política de juros básico] impactará também variáveis reais, e não apenas no curto termo; como a ação da autoridade monetária tem impactos potencialmente divergentes sobre a taxa de inflação e sobre o produto (e sobre o investimento real), a decisão de fixação da taxa de juros não é puramente “técnica”, mas é também intrínseca e inevitavelmente política, porque envolve julgamento

36 Cf. RABOUIN, Dion. Delinquencies spike with record-high credit card interest rates. *Axios*. 31 jul. 2019a. Disponível em: <https://www.axios.com/record-high-credit-card-interest-rates-1d66378d-9d16-4e64-9d1a-44b683457c94.html>. Acesso em: 13 dez. 2019.

não apenas de meios, mas também de fins (por exemplo, favorecendo mais a estabilidade de preços que o crescimento econômico); [...]. É exatamente o “instrumento” que importa, a determinação da taxa de juros, pois é ela que poderá afetar preços, mas também investimento e produto.<sup>37</sup>

O que sobressai dessa assertiva de Carvalho, claramente adotada sob uma perspectiva keynesiana do impacto a longo prazo e em amplo espectro das decisões monetárias, é a necessária correlação das políticas desenvolvidas pelos Bancos Centrais com os mais diversos setores econômicos e sociais, inclusive com questões relativas à microeconomia, essas as quais, em princípio, para muitos, devem estar confinadas nas agências antitruste e outros órgãos correlatos, os quais supostamente não têm competência técnica para a constituição de fundamentos e argumentos focados em considerações teoricamente definidas como específicas da macroeconomia.

Assim, para a análise da política de taxa de juros básica, focando, no caso, na norteamericana, fomenta-se o foco ampliado também para a estrutura econômica contemporânea do capitalismo e das relações entre os agentes de mercado no contexto atual.

O Fed, Banco Central, trabalha com as taxas de juros, ou seja, o preço do dinheiro nos mercados em que credores e devedores se encontram. Quando esta instituição eleva ou reduz essas taxas, o reflexo imediato e direto é no *open market*, direcionado basicamente para a garantia da liquidez dos bancos. Dessa forma, teoricamente, a maioria dos outros mercados monetários, como hipotecas, cartões de crédito, empréstimos comerciais, constituem os valores de seus negócios referenciados àquele inicial.

Porém, conforme referido no gráfico anterior em relação aos juros sobre cartão de crédito, além dos empréstimos estudantis<sup>38</sup>, que têm taxas de juros extremamente altas, e hipotecas<sup>39</sup>, que têm embutida a grande facilidade dos bancos em reaver

37 CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 4, São Paulo, out./dez. 2005, p. 327.

38 “A geração Y, a que nasceu entre meados dos anos 1990 e começo do novo milênio, está afundada em dívidas nos Estados Unidos. O dado do Federal Reserve sobre a situação financeira das famílias é preocupante. Quatro de cada dez pessoas que concluíram os estudos universitários têm de devolver algum tipo de empréstimo. O total acaba de superar 1,5 trilhão de dólares (5,9 trilhões de reais), um montante que ultrapassa a riqueza de uma economia avançada como a da Espanha”. (POZZI, 2018).

39 Como bem diz Brant (2018), “[...] o ressurgimento desse tipo de crédito nos Estados Unidos após o caos que provocaram dez anos atrás não deixa de acender um sinal amarelo. [...] esses empréstimos voltaram a ser oferecidos para quem tem baixa pontuação de crédito (em média, 700 pontos). Agora, sob a denominação de nonprime. Há algumas diferenças entre eles, como a exigência de uma entrada. A prática do mercado é pedir 20% do valor da hipoteca, percentual que pode diminuir ou aumentar conforme o risco. [...]. O non-prime também é diluído por um tempo maior que as hipotecas convencionais: pode chegar a 50 anos com pagamentos de juros fixos, contra 30 anos do crédito

a propriedade, a lógica não é bem essa. Pelo menos para a imensa maioria dos americanos.

Já no caso das empresas e dos indivíduos com grandes riquezas, há a possibilidade usual de recorrerem a outras modalidades de empréstimos e investimentos, sem dependerem dos títulos públicos federais e com taxas extremamente acessíveis e recebíveis generosos. Bolsa de Valores, investimentos em *private equity*, compra e venda de ativos de empresas como Google e Facebook, que são tão ou mais seguros do que títulos de diversos países, entre outros, se apresentam como escolhas assertivas para o rendimento financeiro de quem já tem o acima do vital.

E essa lógica de recorrer a ações e empreitadas privadas para fazer render o dinheiro, ao invés de buscar lucro em novos empreendimentos e em projetos de inovação, refletem no sistema financeiro, esse o qual se encontra autorizado a adotar taxas de juros baixíssimas, especialmente em países com a inflação estabilizada como os Estados Unidos.

Em seu livro “A ascensão e queda do crescimento americano”, publicado em janeiro de 2016, o economista norteamericano Robert Gordon argumenta que anos de inovações prolíficas surgiram e se foram. De acordo com ele, a evolução da tecnologia após a Guerra Civil supera de longe as conquistas relativamente insignificantes dos últimos anos. Para Gordon, atualmente a sociedade se aproxima do fim desta grande onda de invenções, enfrentando a crescente desigualdade, o envelhecimento da população e a dívida insustentável.<sup>40</sup>

Ora, diante do aumento da fluidez da comunicação e da multiplicação do conhecimento, certamente essa conclusão não advém da redução da capacidade dos indivíduos em criarem e introduzirem novas e revolucionárias ferramentas no mundo contemporâneo.

O que se coloca em questão, por outro lado, é a mudança estrutural dos investimentos nos campos da ciência, tecnologia e inovação. Não que não haja desenvolvimento nesse sentido, mas o que se percebe é que, no capitalismo atual, ele se encontra concentrado em algumas poucas e grandes empresas, perdendo inclusive a sua relevância perante as políticas públicas estatais. A apropriação das ideias e suas repercussões no mundo dos fatos não são difusas, ao contrário do que possa parecer.

Assim, diante do oligopólio ou monopólio presentes em quase todos os setores do mercado internacional, inclusive sobre a propriedade intelectual, as ferramentas da política monetária do Fed enfraquecem à medida que o poder financeiro se consolida cada vez mais nas mãos de financiadores privados, esses os

---

tradicional. Na Angel Oak, diz Schwalb, a demanda por esse tipo de crédito só cresce. ‘Os tomadores não sabiam que esse empréstimo existia. Quem sabia achava que era difícil tomar. Mas, conforme o produto evoluiu, os juros diminuíram e estamos concedendo cada vez mais’.

40 Cf. FISHMAN, David. Famed Northwestern macroeconomist Robert Gordon predicts end to life-changing innovation. *The Daily Northwestern*, 9 fev. 2016. Disponível em: <https://dailynorthwestern.com/2016/02/09/campus/famed-northwestern-macroeconomist-robert-gordon-predicts-end-to-life-changing-innovation/>. Acesso em: 13 dez. 2019.

quais concentram a multiplicação de suas rendas no mercado restrito à elite de fato detentora dos bens materiais e imateriais - tecnologias de informação e comunicação e/ou seus produtos correlatos.

O poder do *Federal Reserve* de efetivamente manter o controle sobre o sistema financeiro está se diluindo, ao mesmo tempo em que os mais relevantes *players* do mercado norteamericano deslocam suas rendas e investimentos para o setor privado, esse que é de fato o ator principal do desenvolvimento econômico e financeiro do capitalismo atual de estrutura evidentemente concentrada. Dessa maneira, Janet Louise Yellen, ainda quando era *Chair do Federal Reserve Board*, critica a importante questão desse Banco Central em fomentar políticas monetárias sem uma distinção criteriosa e heterogênea daqueles que participam do sistema financeiro norteamericano:

A compreensão dos economistas sobre como as mudanças na política fiscal e monetária afetam a economia também pode se beneficiar do reconhecimento de que as famílias e as empresas são heterogêneas. Por exemplo, em modelos simples de livros didáticos do mecanismo de transmissão monetária, os bancos centrais operam amplamente através do efeito das taxas de juros reais sobre o consumo e o investimento. Uma vez que a heterogeneidade é levada em conta, outros canais importantes emergem. Por exemplo, os gastos de muitas famílias e empresas parecem ser bastante sensíveis a mudanças na renda do trabalho, vendas de negócios ou o valor da garantia que, por sua vez, afeta seu acesso ao crédito - condições que a política monetária afeta apenas indiretamente. Estudar modelos monetários com agentes heterogêneos mais de perto poderia nos ajudar a lançar uma nova luz sobre esses aspectos do mecanismo de transmissão monetária.<sup>41</sup> (tradução nossa).

Em outras palavras, nos modelos de economia monetária adotados atualmente, o Google adquire os mesmos termos de empréstimo e acesso ao crédito de uma padaria local ou de um sem-teto.<sup>42</sup>

41 “Economists’ understanding of how changes in fiscal and monetary policy affect the economy might also benefit from the recognition that households and firms are heterogeneous. For example, in simple textbook models of the monetary transmission mechanism, central banks operate largely through the effect of real interest rates on consumption and investment. Once heterogeneity is taken into account, other important channels emerge. For example, spending by many households and firms appears to be quite sensitive to changes in labor income, business sales, or the value of collateral that in turn affects their access to credit--conditions that monetary policy affects only indirectly. Studying monetary models with heterogeneous agents more closely could help us shed new light on these aspects of the monetary transmission mechanism”. YELLEN, Janet L. *The Federal Reserve’s Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future*. In: FED. *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*. Symposium. Kansas City, 26 ago. 2016.

42 Cf. STOLLER, Matt. *How Monopolies Broke the Federal Reserve*, 13 ago. 2019. Disponível em: <https://mattstoller.substack.com/p/how-monopolies-broke-the-federal>. Acesso em: 13 dez. 2019.

Uma questão que sobressai dessa análise é se a perspectiva homogênea das políticas do *Federal Reserve* é condicionada ou se é ela que condiciona a lógica do investimento do grande capital sobre o já estabelecido mercado oligopolizado norteamericano. Se há dúvida nesse sentido, vale considerar o estudo de Simcha Barkai, da Universidade de Chicago, o qual indica uma correlação da queda do capital reservado ao trabalho humano – esse o qual, individualmente, poderia ser justificado na substituição pela tecnologia – juntamente a uma queda do capital social das empresas do setor corporativo não financeiro nos Estados Unidos nos últimos 30 anos, ao mesmo tempo em que registrou um aumento na participação nos lucros nesse setor. Em seus termos:

Eu documentei um grande declínio na participação de capital e um grande aumento na participação nos lucros do setor corporativo não-financeiro dos EUA nos últimos 30 anos. Seguindo Hall e Jorgenson (1967), eu calculo uma série de pagamentos de capital igual ao produto da taxa de retorno exigida sobre o capital e o valor do estoque de capital. Eu acho que as ações do trabalho e do capital estão em declínio. Medida em termos percentuais, a queda na participação de capital (30%) é muito mais dramática do que a queda na participação do trabalho (10%). Durante o período de amostragem, a taxa requerida de retorno sobre o capital diminui drasticamente, impulsionada por um grande declínio na taxa livre de risco. Ao mesmo tempo, a quantidade de capital usada na produção (medida como uma parcela do valor adicionado bruto) não aumenta e, como resultado, a participação de capital diminui.<sup>43</sup>

A redução da taxa de juros básica do Federal Reserve, assim como os juros em 0% ou negativos da Europa, são índices que vão além da estabilidade financeira e do controle inflacionário. Isso porque não há como levar em consideração o sistema financeiro e o controle monetário a ele atrelado sem uma análise acentuada da heterogeneidade dos sujeitos ativos que afetam, direta e indiretamente, os componentes relativos aos juros básicos da economia, os quais devem ser observados com muita cautela se não for

43 “I document a large decline in the capital share and a large increase in the profit share in the U.S. nonfinancial corporate sector over the last 30 years. Following Hall and Jorgenson (1967), I compute a series of capital payments equal to the product of the required rate of return on capital and the value of the capital stock. I find that shares of both labor and capital are declining. Measured in percentage terms, the decline in the capital share (30%) is much more dramatic than the decline in the labor share (10%). During the sample period, the required rate of return on capital declines sharply, driven by a large decline in the riskfree rate. At the same time, the quantity of capital used in production (measured as a share of gross value added) does not increase and as a result the capital share declines” BARKAI, Simcha. Declining labor and capital shares. *Journal of Finance*, University of Chicago, 19 nov. 2019. Disponível em: [https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/jmp\\_simcha-barkai.pdf](https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/jmp_simcha-barkai.pdf). Acesso em: 13 dez. 2019.

considerada a atual e cada vez maior independência da elite do poder econômico privado em face da política monetária – no caso do Fed, esse o qual, vale salientar novamente, desde os primórdios é uma instituição fundamentalmente sob controle privado.

## 5 Conclusão

A influência de John Pierpont Morgan na constituição do Federal Reserve em seus primórdios, conforme descrito, é inegável. Junto com Warburg e a família dos Rothschild, economicamente poderosos nos Estados Unidos, com o auxílio do Nelson Aldrich, promoveram a criação do Fed, o Banco Central norteamericano, sob bases formais orientadas pelos antecedentes europeus. O chamado Federal Reserve Bank, dessa maneira, instituição privada autorizada pelo Governo norteamericano a regular autonomamente o sistema monetário nacional, já estava estabelecido na ocorrência da primeira guerra mundial, na qual a política financeira norteamericana teve ganhos incontestáveis, tanto em face da manutenção do padrão ouro em relação ao dólar quanto diante dos déficits proporcionados aos países europeus por conta da guerra.

A manutenção do padrão ouro favoreceu os Estados Unidos inclusive por conta das grandes reservas adquiridas, essas as quais o Fed impediu que fossem escoadas especialmente durante a crise de 1929. Durante essa crise, o Fed foi essencial para reestruturar e manter as instituições financeiras norte-americanas então em crise. Os juros cobrados e os contratos firmados pelo Fed para esses auxílios fizeram ainda mais com que ele se garantisse enquanto instituição central da política monetária estadunidense.

Já no término da Segunda Guerra, após e contrariando o acordo de Bretton Woods, Richard Nixon fez do dólar uma moeda flutuante, desindexada de qualquer metal.

O dólar, mesmo sem lastro, e se mantendo sob o paradigma da dívida estadunidense, sobreviveu a diversas crises internacionais, e continuou como parâmetro internacional do sistema monetário mundial.

Já atualmente, diante do que foi apresentado, é possível se constatar que a concentração de mercado, juntamente à financeirização da economia e ao controle eletrônico das transações monetárias, condicionou o sistema financeiro americano e mundial a uma mudança de paradigmas relacionados ao seu controle público – o Fed enquanto instituição de forte base privada. A conclusão desse cenário contemporâneo é que as instituições responsáveis pela regulação financeira e pelo fluxo monetário, aí incluindo o Federal Reserve, são neutralizadas em termos da capacidade ou disposição de exercer poder. O poder econômico oligopolizado, através de *private equity*, *hedge funds*, investimentos em empresas consolidadas e direcionados ao lucro certo, opera quase que alheio às políticas dos bancos centrais – se não alheio, sustenta e orienta seu funcionamento ao benefício da liquidez dos ativos em seu poder.

Em outras palavras, há muito capital no mundo desenvolvido em excesso de poupança, permitindo as taxas de juros baixas ou negativas. Ao mesmo tempo, as únicas pessoas que podem tomar emprestado esse excesso de capital a taxas baixas são aquelas que não o colocam para trabalhar em nada além de empreendimentos especulativos.

## Referências

- BAER, Mônica; CINTRA, Marcos A. M.; STRACHMAN, Eduardo; TONETO JÚNIOR, Rudinei. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. *Revista Economia e Sociedade*, n. 4, p. 79-126, jun. 1995.
- BANQUE DE FRANCE. Where, under what conditions and how much can I pay in cash? *Banque de France*, 6 jul. 2018. Disponível em: <https://www.banque-france.fr/en/banknotes/how-recognise-and-use-euro-banknotes-and-coins/where-under-what-conditions-and-how-much-can-i-pay-cash>. Acesso em: 12 dez. 2019.
- BARKAI, Simcha. Declining labor and capital shares. *Journal of Finance*, University of Chicago, 19 nov. 2019. Disponível em: [https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/jmp\\_simcha-barkai.pdf](https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/jmp_simcha-barkai.pdf). Acesso em: 13 dez. 2019.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Revista Economia e Sociedade*, v. 4 n. 1, jun. 1995.
- BORDO, Michael D.; WHEELOCK, David C. The Promise and Performance of the Federal Reserve as Lender of Last Resort 1914-1933. *National Bureau of Economic Research*, Massachusetts, fev. 2011.
- BRANT, Danielle. EUA retomam crédito imobiliário de alto risco. *Folha de S. Paulo*. 13 set. 2018. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/09/eua-retomam-credito-imobiliario-de-alto-risco.shtml>. Acesso em: 13 dez 2019.
- CANOVA, Timothy A. Who Runs the Fed. *Dissent*, v. 63, n. 3, 2015, p. 126-133.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 4, São Paulo, out./dez. 2005.
- EU. Security Union: Commission publishes report on restriction on payments in cash. *European Commission*. jun. 2018. Disponível em: [https://ec.europa.eu/info/news/economy-finance/security-union-commission-publishes-report-restriction-payments-cash-2018-jun-13\\_en](https://ec.europa.eu/info/news/economy-finance/security-union-commission-publishes-report-restriction-payments-cash-2018-jun-13_en). Acesso em: 12 dez. 2019.
- FED. Federal Reserve Issues FOMC statement. *FED*. 31 jul. 2019. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190731a.htm>. Acesso em: 13 dez. 2019.
- FISHMAN, David. Famed Northwestern macroeconomist Robert Gordon predicts end to life-changing innovation. *The Daily Northwestern*, 9 fev. 2016. Disponível em: <https://dailynorthwestern.com/2016/02/09/campus/famed-northwestern-macroeconomist-robert-gordon-predicts-end-to-life-changing-innovation/>. Acesso em: 13 dez. 2019.
- MARCONDES, Renato Leite. Padrão-ouro e estabilidade. *Revista Estudos Econômicos*, v. 28, n. 3, p. 533-559, jul./set. 1998.
- MARSHALL, Andrew Gavin. *Global Power and Global Government: Evolution and Revolution of the Central Banking System*. 21 jul. 2009. Disponível em: <https://andrewgavinmarshall.com/2011/07/10/global-power-and-global-government-evolution-and-revolution-of-the-central-banking-system/>. Acesso em: 13 dez. 2019.

MILES, Herbert De la Haye. *The science of currency and centralized banking*; a study of publications recently issued by the National Monetary Commission. Chicago, New York: Rand-McNally Press, 1911.

MOEN, Jon R.; TALLMAN, Ellis W. Lessons from the Panic of 1907. *Economic Review*, mai./jun. 1990.

MOEN, Jon R.; TALLMAN, Ellis W. Why didn't the United States establish a central bank until after the panic of 1907? Paper, n. 99-16, *Federal Reserve Bank of Atlanta*, Atlanta, 1999. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/100801>. Acesso em: 13 dez. 2019.

NICHOLS, Dorothy M. Modern Money Mechanics *Federal Reserve Bank of Chicago*, mai. 1961.

OLIVEIRA, Giuliano Contendo de; MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo. *Revista Pesquisa & Debate*, v. 19, n. 2, 2008, p. 195-219.

POZZI, Sandro. Financiamentos afundam os estudantes nos EUA: dívidas superam 5,9 trilhões de reais. *El País*, 8 jun. 2018. Disponível em: [https://brasil.elpais.com/brasil/2018/06/06/internacional/1528282199\\_859406.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2018/06/06/internacional/1528282199_859406.html). Acesso em: 12 dez. 2019.

RABOUIN, Dion. Delinquencies spike with record-high credit card interest rates. *Axios*. 31 jul. 2019a. Disponível em: <https://www.axios.com/record-high-credit-card-interest-rates-1d66378d-9d16-4e64-9d1a-44b683457c94.html>. Acesso em: 13 dez. 2019.

RABOUIN, Dion. Interest Rates. *Axios*. 12 dez. 2019b. Disponível em: <https://www.axios.com/feds-statement-head-scratcher-interest-rates-db68bf36-1e21-40e5-9a6a-7e6d96e724f5.html>. Acesso em: 13 dez. 2019.

SANTANA, Shelle. Is the U.S. on Its Way to Becoming a Cashless Society? *Harvard Business Review*. 23 jul. 2019. Disponível em: <https://hbr.org/2019/07/is-the-u-s-on-its-way-to-becoming-a-cashless-society>. Acesso em: 12 dez. 2019.

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2, p. 237-53, jul./dez. 2002.

SILVA, Giliad de Souza; MALDONADO FILHO, Eduardo Augusto de Lima. Circuito do capital e emissão monetária: uma interpretação marxista. Sociedade Brasileira de Economia Política. *Anais do XXIII Encontro Nacional de Economia Política*, jun. 2018. Disponível em: <https://sep.org.br/anais/Trabalhos%20para%20o%20site/Area%206/91.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2019.

SMILEY, Gene. Great Depression. *Econlib's Economic History collection*. 2018. Disponível em: [https://rucuko.ga/vodo\\_nap\\_lop\\_c.pdf](https://rucuko.ga/vodo_nap_lop_c.pdf). Acesso em: 13 dez. 2019.

STOLLER, Matt. *How Monopolies Broke the Federal Reserve*, 13 ago. 2019. Disponível em: <https://mattstoller.substack.com/p/how-monopolies-broke-the-federal>. Acesso em: 13 dez. 2019.

SUROWIECKI, J. A brief history of money. *IEEE Spectrum*, v. 49, n. 6, p. 44-79, 2012.

TRADING ECONOMICS. Taxa de juro – lista de países. *Trading Economics*. 12 dez. 2019. Disponível em: <https://pt.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate>. Acesso em: 12 dez. 2019.

TZM. Zeitgeist 2: Addendum. *Youtube*. 7min:35seg. 2008. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=0OZAvJjhp9E>. Acesso em: 13 jul. 2019.

ULRICH, Fernando. Guerra ao dinheiro, juros negativos e crise da Grécia: o Bitcoin é uma alternativa à crise. *Mises Brasil*. 3 jul. 2015. Disponível em: <https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=2130>. Acesso em: 12 dez. 2019.

USA. *Gold Reserve Act*. 1934. Disponível em: <http://www2.econ.iastate.edu/classes/econ355/choi/1934jan30.html>. Acesso em: 12 dez. 2019.

WARBURG, Paul M. The Discount System in Europe. *National Monetary Commission. Senate*. Washington: Government Printing Office, 1910.

WILSON, Woodrow. *The New Freedom - A Call For the Emancipation of the Generous Energies of a People*. New York: Doubleday, Page & Company, 1913.

YELLEN, Janet L. The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present and Future. In: FED. *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*. Symposium. Kansas City, 26 ago. 2016.