

Evesado
24 cop

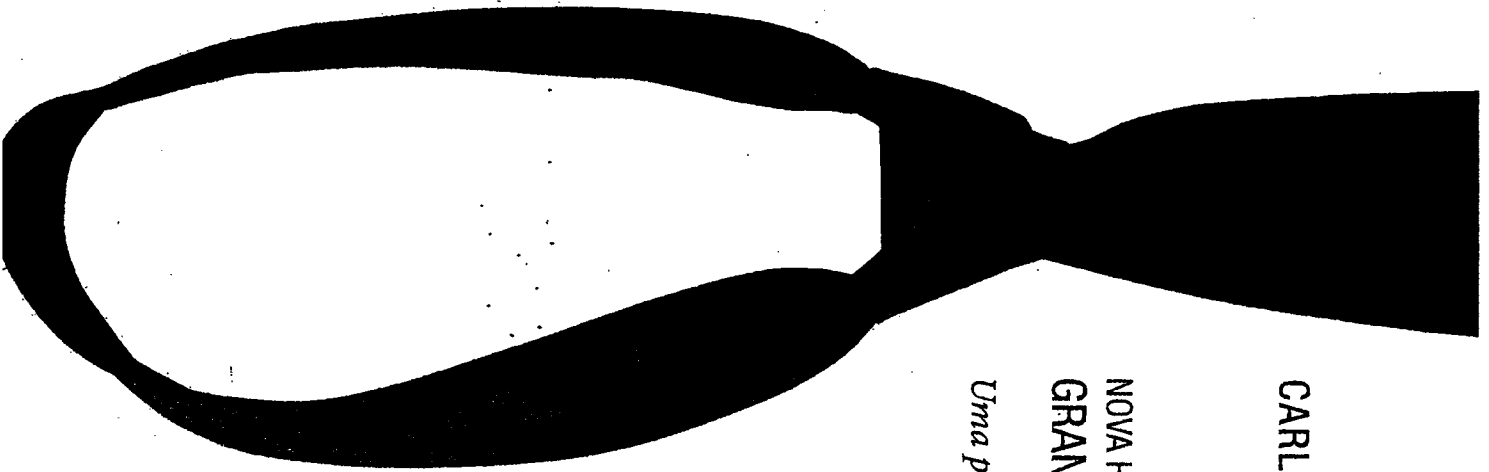
4,2

CARLOS MARICHAL

NOVA HISTÓRIA DAS
GRANDES CRISES FINANCEIRAS

Uma perspectiva global, 1873-2008

TRADUÇÃO
Eduardo Lessa Peixoto de Azevedo



Título original: *Nueva historia de las grandes crisis financieras: una perspectiva global, 1873-2008*
Copyright © 2010 Carlos Marichal, Editorial Sudamericana, S.A.
Copyright da edição brasileira © 2016 Carlos Marichal, Editora FGV

Direitos desta edição reservados à
EDITORA FGV
Rua Jornalista Orlando Dantas, 37
22231-010 | Rio de Janeiro, RJ | Brasil
Tels.: 0800-021-7777 | (21) 3799-4427
Fax: (21) 3799-4430
editores@fgv.br | pedidoseditoras@fgv.br
www.fgv.br/editeurs

Impresso no Brasil | Printed in Brazil

Todos os direitos reservados. A reprodução não autorizada desta publicação, no todo ou em parte, constitui violação do copyright (Lei nº 9.610/98).

Os conceitos emitidos neste livro são de inteira responsabilidade do autor.

1ª edição: 2016

Preparação de originais: Ronald Pollio
Projeto gráfico de miolo, diagramação e capa: Estúdio 513
Revisão: Fatima Caroni

Ficha catalográfica elaborada pela
Biblioteca Mario Henrique Simonsen

Marichal, Carlos
Nova história das grandes crises financeiras; uma perspectiva global, 1873-2008 / Carlos Marichal;
tradutor Eduardo Lessa. — Rio de Janeiro : FGV Editora, 2016.
348 p. : il.

Tradução de: Nueva historia de las grandes crisis financieras: una perspectiva global, 1873-2008.
Inclui bibliografía.
ISBN: 978-85-225-1875-3

1. Crise financeira — História — Séc. XIX. 2. Crise financeira — História — Séc. XX. 3. Crise
financeira — História — Séc. XXI. I. Fundação Getúlio Vargas. II. Título.
CDD — 332.042

Para Soledad, que me salvou de tantas crises

CAPÍTULO 2

O colapso financeiro de 1929:
por que houve uma grande depressão nos anos 1930?

Um dos dons mais apreciados pelos seres humanos seria a possibilidade de prever o futuro. Sem embargo, se a predição é pessimista, de imediato acusa-se o visionário de ser uma Cassandra. Assim ocorreu a John Maynard Keynes quando publicou seu ensaio *Consequências da paz* (1919), que logo se tornaria um clássico. Ali augurou ele alguns dos problemas mais urgentes que haveriam de contribuir para a derrocada financeira de 1929 e que seriam o começo da Grande Depressão dos anos 1930. Na qualidade de membro da delegação britânica, Keynes assistiu à Conferência de Versalhes de 1919, reunião na qual as principais potências discutiram de que maneira planejavam reorganizar a Europa do pós-guerra e, em particular, como obrigariam a Alemanha a pagar reparações aos aliados vitoriosos. No entanto, o grande economista inglês resolveu retirar-se antes do final das discussões, já que considerava que os acordos abriam um caminho minado e que a Europa se dirigia para um futuro desastre político e financeiro. Não lhe faltava razão.

Neste capítulo explicaremos por que se produziu uma das maiores e mais profundas crises do capitalismo. O número de livros, arquivos e películas documenta-

tais sobre a Grande Depressão é legendário e as interpretações, diversas. Não há dúvida de que, à exceção das guerras mundiais, se considera que esse evento foi a maior convulsão econômica do século XX. Essa gravíssima e prolongada crise teve como epicentros Europa e Estados Unidos, porém afetou de igual forma o resto do mundo. Tratou-se de um colapso global, embora seja importante ter em conta que se compôs de várias etapas e que teve diferentes efeitos em cada país.

Dentro da vasta literatura que discute as causas da Grande Depressão, existe consenso de que o legado da Primeira Guerra Mundial foi seu antecedente fundamental, já que gerou fortíssimas contradições políticas na Europa durante a década de 1920 que impediram alcançar um novo equilíbrio. A política e as finanças entrelaçaram-se de tal maneira que criaram uma sequência de nós górdios quase inextricáveis. Isso se explica, em parte, pela complexidade das tensões e das lutas sociais que aconteceram nesse período. A derrocada de velhos impérios, como o austro-húngaro e o otomano, provocou um processo de fragmentação política que resultou em conflitos interétnicos. Em outros casos, como o da Rússia, ocorreu uma profunda revolução, que acabou com o antigo regime. Por sua vez, nos países da Europa Ocidental, as novas práticas de sufrágio universal e as crescentes mobilizações sindicais contribuíram para complicar a vida política e parlamentar. Tudo isso dificultou a coordenação de medidas para tentar resolver os graves problemas econômicos e monetários próprios do pós-guerra. Apesar de numerosos esforços por lograr uma efetiva cooperação internacional, essa possibilidade foi alçada por políticas nacionalistas que acentuaram as tensões. As contradições da diplomacia dos Estados Unidos entorpeceram a saída do impasse europeu. E a isso se juntou a fatal ilusão de que o retorno ao padrão ouro permitiria um regresso à prosperidade pré-belica.

Nas páginas que se seguem, repassaremos algumas das hipóteses propostas por economistas e historiadores para explicar os aspectos financeiros e monetários que foram os antecedentes fundamentais do desencadeamento da crise mundial de 1929.³⁹

³⁹ Para um resumo bibliográfico, ver as referências ao final deste livro.

Da guerra à paz instável: a crise de 1920-21

Não cabe dúvida de que o fim da Grande Guerra foi recebido com enorme alívio por todo o mundo, ainda que uma série de eventos ensombresse os festejos. Tão mortífera como a luta nas trincheiras foi a pandemia de *influenza* — também chamada “gripe espanhola” — que a partir de 1918 se difundiu com incrível rapidez ao redor do planeta e matou milhões. Os especialistas em epidemias debatem as suas origens. O vírus transmitido é conhecido cientificamente como *Influenza A*, ao que parece, tem semelhanças com a gripe aviária de nossos dias. Na Grã-Bretanha, matou 200 mil indivíduos; na França, cerca de 400 mil (em especial, soldados). Logo passou à Espanha que, como país neutro, não censurou as informações sobre a enfermidade, que ali causou 300 mil mortes.⁴⁰ Impactou também os Estados Unidos, onde se calcula que tenha afetado mais de meio milhão de pessoas em apenas um par de anos, quer dizer, mais de quatro vezes o número de soldados estadunidenses que morreram na guerra.⁴¹ No México, estima-se que matou meio milhão de pessoas entre 1918 e 1920, número de baixas próximo ao causado pela revolução (a qual estava em sua fase final, após quase 10 anos de combates).

Ao mesmo tempo, em seguida ao triunfo da revolução bolchevique em 1917, irrompeu a guerra civil na Rússia. Essa durou três anos, provocou grande mortandade e esteve a ponto de destruir a economia desse vasto país. Não menos devastadoras foram as consequências do genocídio de mais de 1 milhão de armênios, levado a efeito pelo governo e pelo exército otomano durante a Primeira Guerra Mundial e completado pelas autoridades turcas entre 1918 e 1920, logo após o colapso do império. Por último, deve-se recordar que no pós-guerra as circunstâncias na Europa Central, na Oriental e nos Bálcãs também eram extremamente traumáticas e foram consequência não só da derrota ale-

⁴⁰ A ampla difusão dada pelos informes de médicos espanhóis tornou-a conhecida como “gripe espanhola”.

⁴¹ A pandemia ceifou a vida de desconhecidos e de famosos: entre estes últimos incluíram-se o sociólogo Max Weber, o poeta Guillaume Apollinaire, o primeiro-ministro da África do Sul Louis Botha, entre outros. O próprio presidente dos Estados Unidos, Woodrow Wilson, sofreu um ataque da doença quando estava na França para a Conferência de Versalhes, mas recuperou-se rapidamente. Para informação científica sobre essa epidemia de gripe, ver a revista *Science* (7 out. 2005, p. 77-80).

mã e da queda do Império Russo, mas também da queda do Império Austro-Húngaro, que gerou enorme desemprego e uma quantidade extraordinária de tensões políticas e sociais na região. O próprio Keynes argumentou em *Versailles*, e em seu famoso ensaio, que era desumano não proporcionar ajuda para a reconstrução da Europa e para acabar com a fome nesse continente.

Tal conjunto de desastres ajuda a explicar por que as guerras mundiais do século XX foram descritas como as mais destrutivas da história da humanidade. Sua capacidade demolidora alcançou todos os âmbitos. Se nos limitarmos ao financeiro, cabe afirmar que a Primeira Guerra Mundial constituiu uma crise maior, ao menos para as nações beligerantes. Marcou um corte tão radical que afetou profundamente o sistema nervoso das economias de todos os países em guerra: os mercados de capitais, o sistema monetário, os bancos, o crédito, o fisco e as dívidas públicas e privadas. Em poucas palavras, poder-se-ia afirmar que o capitalismo clássico deixou de funcionar em boa parte da Europa a partir de agosto de 1914 e foi substituído por um capitalismo de Estado militarizado durante quase cinco anos de mortal combate. É certo que em outras partes do planeta, inclusive América do Norte, América Latina, África, Oceania e Ásia Oriental, as mudanças se deram de maneira menos drástica, porém, ainda assim, o impacto desse conflito foi maisculco.

Um dos primeiros sintomas da dificuldade que existia para estabelecer um novo equilíbrio econômico no pós-guerra foi a grande inflação que sobreviveu em boa parte do mundo entre 1919 e princípios de 1920. Três fatores mostraram-se decisivos para provocar a volatilidade dos preços. Em primeiro lugar, desde fins de 1918, os mecanismos de regulamentação do comércio e da produção que haviam sido utilizados durante a guerra por todos os países beligerantes foram desmantelados com urgência exagerada. O historiador inglês R. H. Tawney (1943:1-30) destacou os efeitos que isso ocasionou na Grã-Bretanha, porém o mesmo ocorreu nos Estados Unidos, onde os controles militares sobre o abastecimento e os preços das matérias-primas foram eliminados em apenas seis meses. Em segundo lugar, essa desregulamentação foi acentuada pela enorme demanda gerada por milhares de empresas em todos os continentes, que se preparavam para o relançamento da economia

em época de paz e, em consequência, os preços dos bens subiram como espuma. Na Europa continental, finalmente, a inflação era também resultado do extraordinário aumento da emissão monetária experimentada durante a guerra e no imediato pós-guerra; a circulação de uma formidável massa de papel-moeda empurrou os preços para cima.

Os primeiros anos do pós-guerra caracterizaram-se por um incremento da demanda de produtos primários na Europa e nos Estados Unidos. Em princípios de 1920, os preços do açúcar, do café, da lã, da carne e dos cereais alcançaram níveis 200% mais elevados que os de 1914. A bonança teve efeitos positivos (embora passageiros) para as balanças comerciais de Austrália, Canadá, América Latina e Estados Unidos. Contudo, em meados de 1920, a alta chegou ao fim, e foi sucedida por uma grave contração comercial e financeira que desencadeou um brusco declínio dos preços de quase todos os produtos de exportação, os quais caíram aos níveis que prevaleciam antes da guerra. Em vários países monoexportadores, como Cuba, a derrocada comercial foi tão forte que o sistema bancário e financeiro quebrou.

Brotava uma nova crise financeira. Depois da queda de preços registrada em maio de 1920 nos Estados Unidos, a junta diretora do banco central — o Federal Reserve Board — começou a flexibilizar o crédito, com o objetivo de evitar um colapso financeiro nacional, autorizando empréstimos a taxas de juros relativamente altas. Essa estratégia evitou que se produzissem pânico bancários no país, embora não impedisse a deflação: um ano mais tarde, em junho de 1921, os preços no atacado tinham caído mais de 50%. De acordo com o historiador financeiro Elmus R. Wicker (1966:223-238), as políticas adotadas pelo Banco da Reserva Federal de Nova York e pelo Banco da Inglaterra indicavam que seus dirigentes — Benjamin Strong e Montagu Norman — estavam conscientes da singular capacidade que detinha esse tipo de instituição para ampliar o crédito em épocas difíceis. Ao mesmo tempo, a rigidez com que administraram a crise demonstrou que ambos os dirigentes eram de opinião que a deflação e as falências eram necessárias para “curar o paciente”.

Ao não baixar as taxas de juros, os responsáveis pelo banco central dos Estados Unidos provocaram uma intensa deflação e uma forte recessão na segunda

meiade de 1920 e no primeiro semestre de 1921. Cabe a suposição de que não se deram conta do erro que haviam cometido ao manter as taxas de juros altas, porque a crise foi breve: de fato, desde fins de 1921, a economia estadunidense voltou a entrar em um ciclo de expansão. Por conseguinte, e ainda que resulte paradoxal, a visão ortodoxa sobre como gerenciar uma crise — quer dizer, a não intervenção dos bancos centrais — seguiu vigente ao longo do decênio de 1920, o que explica, em parte, o motivo pelo qual se voltou a aplicar depois do *crash* de 1929, desta vez com consequências muito mais graves.

Em contraste com a deflação nos Estados Unidos, as tendências inflacionárias tiveram sua expressão mais extrema na Europa Central e na Rússia. A adoção de regimes de livre flutuação em 1919, depois do abandono de âncoras monetárias (*pegged rates*), revelou-se um verdadeiro desastre. Tanto na Rússia quanto no velho Império Austro-Húngaro, o aumento da emissão por parte dos governos desatou extraordinárias taxas de inflação, que debilitaram suas economias. Na Áustria e na Hungria, os preços subiram respectivamente 14 mil e 17 mil vezes os níveis alcançados ao final da guerra. Na Polônia e na Rússia, os preços saltaram a taxas assustadoras, alcançando mais de 2 milhões no primeiro caso e 4 bilhões de vezes no segundo. Em boa medida, isso foi consequência da grande baixa na produção de bens, em razão do duplo impacto da revolução e da guerra civil (Frieden, 2006:135).

Entretanto, foi na Alemanha que a hiperinflação teve impacto mais grave.⁴² O governo alemão e o banco central, o Reichsbank, aceitaram uma forte depreciação monetária para evitar o pagamento das enormes reparações exigidas em Versalhes. O colapso do valor do marco foi utilizado pelo banco central para dar apoio ao argumento de que não poderiam arcar com as reparações em ouro à França e à Grã-Bretanha sem provocar o naufrágio financeiro de seu país. Finalmente, essa recusa havia de ter uma humilhante resposta militar quando a França ocupou o Ruhr em 1923: sua justificativa foi que exigia o pagamento das reparações em espécie, o que podia conseguir, a sua maneira, pela apropriação das minas de carvão e de ferro da região.

⁴² Para uma visão integral de um grande historiador, ver o estudo monumental de Feldman (1997).

As reparações e a hiperinflação alemã de 1922-23

É evidente que não existia apenas um único calcanhar de Aquiles financeiro na Europa de princípios do decênio de 1920, senão muitos, porém aquele que gerou os maiores problemas foi, sem dúvida, a questão das reparações que a Alemanha devia pagar aos países que tinham vencido a guerra. Esses pagamentos converteram-se em um ponto de controvérsia cada vez mais difícil de resolver, a cada reunião internacional e a cada conjuntura conflituosa. Na Conferência de Versalhes, havia ficado claro o empenho dos Aliados de impor um forte castigo à Alemanha, sob a forma de pagamentos e de cessão de propriedades.

Entre as principais demandas estava a exigência de que a Alemanha pagasse uma soma de cerca de 25 bilhões de dólares para cobrir as pensões das viúvas e dos soldados feridos durante a guerra. A isso se somou o pagamento das dívidas comerciais que as nações aliadas haviam acumulado em troca de provisões e do fornecimento de armas e munições para enfrentar o longo conflito. Keynes elaborou um primeiro cálculo do montante: 40 bilhões de dólares, o que o levou a afirmar que, para atender ao exigido, a Alemanha teria de entregar mais de 2 bilhões de dólares anuais durante o decênio de 1920 e ainda mais na década subsequente. Era evidente que a economia alemã não podia fazer frente a essa dívida.⁴³

Não obstante, os dirigentes reunidos em Versalhes em maio de 1919 insistiram em ratificar o que de pronto foi qualificado de “uma paz cartaginesa”. O mais empenhado em castigar os alemães era Georges Clemenceau, chefe do governo francês, apoiado pelo primeiro-ministro britânico, Lloyd George, no que se referia ao reembolso das enormes dívidas comerciais contraladas por causa da guerra. Por sua parte, o presidente norte-americano, Woodrow Wilson, que havia sido recebido com enorme entusiasmo em sua chegada à Europa, considerava necessário alcançar um acordo, e assentiu com as condições estabelecidas no tratado. A única resolução realmente positiva que to-

⁴³ Um excelente estudo contemporâneo é o de McGuire e Moulton (1923).

maram os dirigentes reunidos no Palácio de Versalhes foi a criação da Liga das Nações.

Na Alemanha, a reação popular ao tratado foi de rechaço. O desafio mais notório ocorreu em 21 de junho, quando oficiais e soldados da Marinha alemã afundaram 70 navios de guerra e mais de 100 submarinos para que os aliados não pudessem dispor deles. Esse ato reforçou o desejo de imposição de castigo por parte dos aliados, que insistiram na cessão de colônias alemãs, no confisco de muitos de seus investimentos estrangeiros, no controle sobre uma parte importante da marinha mercante e na ocupação de grande parte da região do Reno, incluindo a gestão das minas, das terras e da navegação do rio. A partir de 7 de julho, quando a Alemanha ratificou o tratado, também se exerceu pressão sobre seus antigos aliados na guerra, Áustria e Bulgária, que, nos meses seguintes, foram obrigados a firmar acordos similares de cessão de territórios e de pagamentos de reparação.

O governo alemão logo começou a efetuar as transferências anuais exigidas, mediante uma reorganização financeira interna que incluiu uma série de fortes aumentos de impostos. Como resultado, durante uma reunião em Londres em 1921, os aliados estabeleceram novo calendário de pagamentos anuais das reparações e condições algo menos onerosas: estipulou-se uma conta total de pagamentos de 132 bilhões de marcos (31 bilhões de dólares). A soma era imponente para a época, porém menor que a exigida a princípio. Os portmoures das reparações têm sido discutidos em detalhe em uma ampla série de trabalhos históricos, nos quais seguem em evidência controvérsias e paixões.⁴⁴

Depois que se publicaram os resultados finais do acordo de Londres e o enorme montante que se pagaria a título de reparações, o valor do marco alemão caiu de maneira abrupta. A partir de então, começou-se a produzir uma sequência de efeitos perversos na economia alemã, com aumento brusco dos preços de bens e dos salários, impactando as formas de câmbio e o valor da moeda. O historiador financeiro Barry Eichengreen (1995:141) afirma: "As

reparações, nesse sentido, foram responsáveis, em última instância, pela inflação alemã". O mesmo autor cita uma ilustrativa descrição das angustiosas circunstâncias cotidianas vividas naqueles anos na Alemanha:

Os comerciantes começavam a fechar suas lojas ao meio-dia, advertiguavam a co-tação do dólar, e voltavam a abrir à tarde com novos preços. Desde então, a calcular os preços em moeda estrangeira era um passo curto; até o verão, os lojistas já não aceitavam marcos, primeiro nas zonas ocupadas; a seguir, no sul da Alemanha; e logo em todo o país. [Eichengreen, 1995:135]

Como consequência da hiperinflação, o governo alemão acumulou crescentes déficits, sem que pudesse reduzi-los, já que teve dificuldades para estabilizar os gastos e levar a efeito mais reformas fiscais, às quais se opunham tanto as associações de empresários quanto os poderosos sindicatos de trabalhadores industriais. Em pouco tempo, o Ministério das Finanças alemão defrontou-se com gravíssimos problemas para pagar suas dívidas internas e, sobretudo, as reparações em meio metálico, pelo que impulsionou uma emissão monetária cada vez mais acelerada. O resultado foi a altíssima hiperinflação de 1922-23, época em que os marcos alemães chegaram a valer menos do que o papel em que eram impressos.

Os efeitos sobre a economia e a sociedade foram tão devastadores que, finalmente, as autoridades políticas e financeiras resolveram que era necessário adotar medidas radicais. Em particular, tornava-se indispensável impedir que o governo recorresse a mais emissões para cobrir seus gastos. Em novembro de 1923, as autoridades estabeleceram novas normas para as reservas monetárias e ajustaram o valor da moeda a uma taxa hilaritante: 4,2 bilhões de marcos por dólar. Por sua vez, foram fechadas as torneiras de empréstimos do banco central para o governo. De igual importância foi o fato de que a inflação havia destruído a dívida flutuante do governo, a qual representava mais de 50% da dívida pública (Withers, 1932:102). O déficit público reduziu-se de imediato e a inflação estancou de súbito. Ainda assim, não foram apenas razões técnicas que garantiram o êxito do plano. Como assinala Eichengreen

⁴⁴ Para uma síntese magistral, ver Eichengreen (1995:127-134).

(1995:147), também “se deve ter em conta que essas medidas de estabilização funcionaram porque se havia conseguido um acordo político-social que tornava viável e digna de crédito a reforma fiscal”.

A hiperinflação alemã demonstrou de maneira contundente que o pagamento das reparações em meio metálico se havia tornado extremamente difícil. Uma parte dos pagamentos para a França continuaria sendo efetuada em mercadorias — em especial, aço e carvão. Contudo, sem um acordo financeiro adicional, estava patente que o governo alemão não cumpriria com as exigências dos aliados. Isso implicava que a França não poderia acertar suas dívidas com a Grã-Bretanha e que nenhuma das nações europeias estaria em condições de fazer o mesmo com os Estados Unidos. Em poucas palavras, estava cada vez mais claro que Keynes tinha razão quando propôs em Versalhes que a melhor solução consistia em que os Estados Unidos cancelassem os créditos adiantados a seus aliados durante a guerra, somando cerca de 10 bilhões de dólares, e que a Grã-Bretanha renunciasse à indenização por boa parte dos aproximadamente 4 bilhões de dólares, em provisões e munições, que havia feito chegar às nações aliadas no continente europeu durante o conflito. No entanto, Washington não estava disposto a tais sacrifícios.

A necessidade de equilibrar as finanças e de apoiar os esforços de reconstrução das economias europeias converteu-se em um tema tão premente que o governo dos Estados Unidos decidiu nomear uma comissão de avaliação de reparações, encabeçada pelo general Charles G. Dawes, a qual devia preparar um informe que servisse de base para um novo acordo internacional. O Plano Dawes de 1924 autorizou uma redução dramática dos pagamentos do governo alemão, com o que o serviço anual caiu a cerca da décima parte do planejado em 1921 em Londres. Por sua vez, o Reichsbank passou a ser supervisionado pelos aliados. Para assegurar seu êxito, o plano foi acompanhado da emissão de um grande empréstimo para o governo germânico, estipulado pelos banqueiros de Nova York no valor de 800 milhões de marcos. Com esses fundos, o Tesouro alemão pôde renovar os pagamentos de suas dívidas em meio metálico. Dessa forma, e paradoxalmente, como argumenta o historiador Stephen Schucker (1988), foram os mercados financeiros norte-

-americanos que financiaram as reparações alemãs aos aliados europeus, com a colocação de uma cadeia de empréstimos adicionais durante a segunda metade da década de 1920.

O regresso ao padrão ouro: 1925-28

Depois da ratificação do Plano Dawes em 1924, melhoraram substancialmente as condições para um possível regresso ao padrão ouro em escala internacional. Em princípios do decênio, somente aplicavam o padrão ouro Estados Unidos, Cuba, Nicarágua, El Salvador, Panamá (sujeitos à influência do poderoso vizinho do norte) e México. Em 1923, a Áustria adotou o mesmo regime monetário, e no ano seguinte foi a vez da Alemanha. Porém, em especial em 1925, a tendência tornou-se irreversível, com o regresso ao padrão ouro pela Grã-Bretanha, seguida de Austrália e África do Sul; e, pouco tempo após, por Bélgica, Holanda, Hungria, e a seguir a França em 1926.

Até fins da década, cerca de 50 países haviam retornado ao clube do ouro, embora esse não fosse idêntico ao regime anterior a 1914. Nessa nova fase, os bancos centrais podiam acumular reservas em ouro ou, alternativamente, em moedas estrangeiras que fossem convertíveis. Os dólares e as libras esterlinas eram as moedas mais confiáveis para esse propósito. Tratava-se do que se denominou “padrão de câmbio ouro” (*gold exchange standard*), o qual se manteve na maior parte do mundo até o início da Grande Depressão.

O que explica o retorno ao ouro como âncora monetária? Os historiadores financeiros enfatizam que esse retorno foi impulsionado pelo desejo generalizado de estabilizar as economias europeias. Porém, como assinala Kenneth Mouré (2002) em seu livro *The gold standard illusion*, essa não era simplesmente uma questão técnica. Tratava-se de uma ideia poderosa, que parecia promover o regresso à ordem da *Belle Époque* (anterior à deflagração da guerra). Para o grande público, como também para as elites políticas e econômicas, seu restabelecimento fazia apelo a uma forte nostalgia por um mundo que havia desaparecido entre a fumaça e os gritos de uma prolongada e brutal contenda.

No plano prático, todavia, a volta ao padrão ouro requeria acordos políticos que permitissem reduzir os déficits e acabar com a inflação, o que tenderia a fortalecer as moedas e reduzir a volatilidade das taxas de câmbio. Acreditava-se que isso poderia fortalecer a confiança dos investidores domésticos na aquisição de títulos da dívida pública de longo prazo, os quais também atraíam capitais externos. Apesar da progressiva redução das dívidas de curto prazo, em alguns países as reformas foram muito complicadas. Em parte, isso se devia ao enorme peso das dívidas públicas herdadas da guerra. Entre os investidores continuava a existir uma considerável incerteza sobre a capacidade de pagamento dos governos e sobre a determinação de impedir o regresso às políticas inflacionárias. Em 1927, por exemplo, na França, o serviço da dívida absorvia 44% dos gastos do governo.⁴⁵ Em contrapartida, na Alemanha, a maior parte da dívida pública tinha sido liquidada pela hiperinflação, situação essa que era chocante para as autoridades francesas, que insistiam que seus vizinhos bem podiam aumentar seus pagamentos de reparações, devido ao relativo equilíbrio de seus fundamentos.

Uma vez que a França era o país europeu que carregava a maior dívida pública em relação à receita nacional, não é estranho que prosseguisse lidando com problemas monetários, os quais vieram a desembocar em uma tremenda inflação, que alcançou a ameaçadora cifra de 350% em junho-julho de 1926. A pressão por estabilizar as finanças públicas tornou-se inescapável. A estabilidade foi conseguida quando uma nova coalizão política, liderada por Raymond Poincaré, alcançou o poder em fins de julho, em meio à crise monetária. O novo primeiro-ministro pôs em prática um programa de austeridade e de equilíbrio baseado nos princípios financeiros. Seis meses mais tarde, a confiança havia retornado, o franco fortalecera-se e o Banco de França estava solidamente posicionado no regime do padrão ouro.⁴⁶

Contudo, não foi só na Europa que se impôs um regresso ao ouro. Nos países da periferia essa tendência também mostrou força. Nos territórios do

⁴⁵ Para dados sobre as dívidas públicas, ver Withers (1932, passim).

⁴⁶ Para mais detalhes, ver Mouré (2002).

velho Império Britânico, Austrália, Canadá e África do Sul, mantiveram-se políticas monetárias que seguiam contando com a libra esterlina como uma espécie de âncora, por meio da qual preservavam o alinhamento com o padrão de câmbio ouro.

Na América Latina, por seu lado, triunfou a *diplomacia do dólar*. A contratação de uma série de empréstimos em Nova York, a partir de 1923, permitiu a entrada de uma grande quantidade de dólares nos cofres dos governos e dos bancos regionais. Os fluxos de capital para a América Latina foram similares em volume aos empréstimos para a Alemanha e outros países europeus. Desde 1922 até 1928, os banqueiros de Wall Street colocaram um pouco mais de 1 bilhão de dólares em bônus latino-americanos em mãos de investidores dos Estados Unidos.⁴⁷ A acumulação de boa quantidade de reservas em uma moeda conversível a ouro dava respaldo às moedas locais: destarte, a maioria dos governos latino-americanos também pôde adotar o *padrão de câmbio ouro* nos anos 1920.

Não é de estranhar, portanto, que essa fosse a primeira ocasião em que foram contratados peritos financeiros dos Estados Unidos para ajudar diversos países da região a reorganizar seus sistemas de finanças públicas e facilitar o retorno ao padrão ouro. Adicionalmente, com essas políticas esperava-se continuar contando com o apoio dos grandes bancos de Nova York. O mais famoso desses peritos foi Edwin Kemmerer, um professor de economia de Princeton, que chegou a ser conhecido como o "*international money doctor*". Kemmerer encabeçou missões financeiras à Colômbia (1923), à Guatemala (1924), ao Chile (1925), ao Equador (1926-27), à Bolívia (1927) e ao Peru (1931), levando consigo uma reduzida equipe de especialistas. Seu legado mais duradouro foi a criação de bancos centrais em todos os países andinos, que se estabeleceram segundo as normas do Federal Reserve Bank de Nova York. Em geral, as missões recomendavam sistemas de contabilidade pública mais modernos e que os fundamentos fossem cuidadosamente balanceados. O professor de Princeton insistia também que se mantivessem suficientes re-

⁴⁷ As estimativas mais completas são as de Stallings (1987, apêndice 1).

servas em meio metálico, para sustentar a conversibilidade ao ouro e outras moedas fortes, como o dólar ou a libra esterlina.⁴⁸ Políticas similares foram adotadas no caso do México (que já se encontrava no padrão ouro), onde o banco central foi implantado em 1925. Foram diferentes os casos do Brasil e da Argentina, porque já contavam com instituições bancárias e monetárias com trajetória anterior: tanto o Banco do Brasil quanto o Banco de la Nación Argentina (ambas as instituições colossais em tamanho) detinham importantes reservas em ouro.⁴⁹

A nova onda de empréstimos latino-americanos demonstrou que Nova York estava deslocando Londres como centro financeiro internacional. Toda via cabe perguntar: por que os países latino-americanos necessitavam respaldos? Seus objetivos não consistiam simplesmente em retornar ao padrão ouro, mas sobretudo cobrir o pesado serviço de suas volumosas dívidas externas, que haviam sido contratadas em sua maioria na Europa antes de 1914 e que continuavam pendentes. Para assegurar o pagamento de juros, os governos da Argentina, do Brasil, do Chile e das demais nações latino-americanas contrataram novos empréstimos nos anos 1920 junto aos banqueiros novaiorquinos, e assim refinanciaram as antigas dívidas que estavam em mãos de investidores de Inglaterra, França, Alemanha, Bélgica e Holanda.

Esses fluxos mostraram-se cruciais para a sustentação dos intercâmbios comerciais e financeiros no triângulo formado por América Latina, Europa e Estados Unidos. Sua importância foi reconhecida pelos próprios banqueiros. Um alto funcionário da casa financeira Seligman Brothers de Nova York explicou da seguinte maneira a conexão entre as dívidas europeias e os empréstimos norte-americanos à América Latina:

⁴⁸ Sobre as missões de Kammerer nos países andinos, ver Drake (1989).

⁴⁹ Os bancos oficiais do Brasil e da Argentina mantinham políticas sofisticadas para a sustentação da taxa de câmbio, mediante acordos com as respectivas câmbias de conversibilidade. O tema é importante para a compreensão da história monetária e bancária desses países. Podem-se ver alguns ensaios a respeito em Bulmer-Thomas, Coatsworth e Cortés Conde (2006: v. 2). É de interesse também a obra de Aldcroft e Oliver (1998).

Sucedeu, depois da guerra [de 1914-1918], que Inglaterra, França e outros países europeus tinham de pagar por um grande excedente de importações dos Estados Unidos. Onde podiam encontrar os dólares necessários? Obtiveram-nos principalmente da América do Sul e de outros lugares onde haviam investido capital [...] utilizando as remessas de receitas [...] para reembolsar os Estados Unidos pelo excesso de importações desse país, assim como para cobrir os pagamentos das dívidas de guerra [...] Nós emprestavamos dinheiro à América Latina e assim os europeus conseguiam dólares para nos pagarem [...] Era um movimento triangular.⁵⁰

O auge internacional das bolsas nos anos 1920

A nova estabilidade monetária refletiu-se em uma crescente recuperação do crédito bancário (em escala nacional e internacional) e em um renovado dinamismo das bolsas, desde meados dos anos 1920 na Europa e nos Estados Unidos. Por sua vez, o incremento do comércio internacional sugeria que estavam sendo geradas condições propícias para uma nova globalização. Essa tendência se viu reforçada pela expansão de empresas multinacionais de vanguarda, especialmente estadunidenses, britânicas e alemãs. Recordemos que essa foi uma etapa de forte crescimento e inovação tecnológica nas indústrias elétrica, química, petrolífera e automobilística. Nos Estados Unidos, chegou-se a vender mais de 4 milhões de automóveis por ano em 1927 e 1928. Essa foi também a época de arrancada de certas indústrias de bens de consumo duráveis — geladeiras, lâmpadas, toca-discos —, todos dependentes da expansão das redes elétricas. Adicionalmente, deve-se relembrar que durante esses anos ocorreu o lançamento de novas e muito populares indústrias de entretenimento, com destaque para as do rádio e do cinema.

De pronto, o entusiasmo pelo renovado impulso industrial e comercial injetou confiança nos investimentos nas bolsas, despertando inclusive al-

⁵⁰ U.S. Senate, *Sale of Foreign Bonds* (1931:1606-1607).

gumas bolhas especulativas. O lema da época era enriquecer rapidamente: *get rich quick*. Na imaginação popular contemporânea, Charles Chaplin foi talvez o artista que melhor retratou o ambiente gerado por essa poderosa ilusão, no seu filme *The gold rush*, realizado em 1925. A propaganda dos governos e dos bancos centrais acerca das vantagens do retorno ao padrão ouro teve efeitos profundos: esse padrão estava associado não apenas à nova estabilidade econômica, como também aos desejos de tornar-se rico. A genial obra de Chaplin captou os sonhos da época de maneira perceptiva e irônica.

É bem conhecida a ascensão que viveu Wall Street nesse período, porém um fenômeno similar — ainda que mais atenuado — verificou-se em outros mercados financeiros. A City de Londres logo recuperou seu papel como centro fundamental para o crédito comercial de curto prazo, em especial para as transações comerciais do comércio internacional. Por sua vez, a bolsa inglesa voltou a prosperar, devido à expansão dos investimentos nas grandes empresas industriais britânicas. Ao mesmo tempo, Londres continuava a receber dividendos das antigas e substanciais inversões britânicas no exterior (Mitchie, 1999:256-271). Essas entradas de capital tornaram possível sustentar as relações financeiras com seus tradicionais associados do velho império: Canadá, Austrália, África do Sul e Índia, embora esses já contassem com mercados de capitais próprios, cada vez mais dinâmicos.

A Grande Guerra havia golpeado com dureza o mercado financeiro de Paris, especialmente pelas perdas sofridas em seus investimentos estrangeiros. Antes de 1914, investidores franceses colocaram vultosas quantidades de poupança em bônus e ações no Império Russo, no Império Otomano e no México; porém, depois de 1918, e como consequência da queda dos velhos impérios e da derrotada financeira da Revolução Mexicana, foram suspensos os pagamentos. Sem embargo, a partir de 1925 foram-se recuperando os bancos comerciais e de investimentos franceses, que demonstraram desfrutar de surpreendente solidez, e voltaram a explorar as oportunidades de expansão, sobretudo na própria França, nos países escandinavos e na Europa Oriental (Bussière, 1992, cap. 4; Bonin, 2001, cap. 9).

As bolsas de Bruxelas e Amsterdã também experimentaram um período de ascenso depois da adoção do padrão ouro: ambos os mercados financeiros atraíram recursos de investidores locais e centro-europeus. No caso da Bélgica, os anos de 1924 a 1928 foram de consolidação e fusão de grandes empresas químicas, metalúrgicas e de seda artificial, assim como de expansão dos *trusts* de bondes elétricos (que estabeleceram verdadeiros impérios internacionais) e de numerosos bancos, de empresas comerciais e de indústrias de mineração com interesses no Congo Belga. Por seu lado, na Holanda, produziu-se o desenvolvimento mundial de firmas como a Philips — de produtos elétricos e de linha branca — e a petrolífera Shell, que foi acompanhado de inversões rentáveis em plantações e em minas em suas colônias, particularmente na Indonésia.

Não menos notável foi a renovada ascensão dos mercados de Berlim e de Frankfurt. A reconstrução industrial alemã atraiu capitais domésticos, cuja maior parte era canalizada por grandes bancos globais como Deutsche, Darmstader e Dresdner, que tinham sobrevivido à guerra e prosseguiram entre os mais destacados do mundo. Empresas elétricas como a Siemens, químicas como a Bayer, e as indústrias metalúrgicas voltaram a adquirir considerável dinamismo econômico; e, apesar dos graves problemas herdados da guerra e do imediato pós-guerra, a Alemanha prometeu converter-se novamente em uma locomotiva industrial.⁵¹

Contudo, superior a todos os demais mercados, foi Wall Street que experimentou o auge mais marcante entre 1922-29. A expansão foi sustentada de maneira importante pela emissão de ações e bônus das dinâmicas corporações norte-americanas, incluindo companhias petrolíferas, siderúrgicas, automobilísticas, químicas e elétricas. Os nomes General Motors, Ford, DuPont, Sears Roebuck, General Electric e de outras tantas empresas tornaram-se familiares para qualquer consumidor. De acordo com o historiador financeiro Eugene White, essas companhias atraíram boa parte dos investimentos, o que se refletia no índice Standard & Poor's (S&P), que prossegue em uso

⁵¹ Que a situação alemã não era tão favorável pode-se confirmar em James (1989) e em Balderston (1993).

atualmente para a avaliação do desempenho das empresas de primeira linha (gráfico 4).

Boa parte do debate entre os especialistas consiste em saber se esse auge foi impulsionado por um espírito coletivo do tipo especulativo entre investidores e banqueiros, ou se foi assentado em tendências reais da economia, que no jargão das bolsas se denominam *fundamentals*. Eugene White assinala que, nos anos 1920, a economia norte-americana estava crescendo a taxas de mais de 4% ao ano, com reduzidos níveis de desemprego (cerca de 3,7%) e taxas de inflação muito baixas. Por esse motivo, havia fatores racionais que induziam a investir na bolsa, embora essa fosse alcançando níveis insustentáveis, por causa de diversos fatores. Em primeiro lugar, difundiu-se uma forte ilusão entre os investidores de que a onda de inovações tecnológicas não teria fim. Em segundo lugar, multiplicaram-se os fundos de investimentos em Nova York (de 40 em 1921 a 750 em 1929), o que propiciou uma expansão extraordinária e perigosa do crédito destinado às operações especulativas na bolsa (White, 2006).

Apesar do auge dos mercados financeiros, logo apareceram sinais de uma futura crise, em especial na Europa. Em 13 de maio de 1927, ocorreu uma queda brusca na Bolsa de Berlim. Para impedir uma contração da economia internacional, vários dos principais banqueiros centrais chegaram a um acordo para redução das taxas de juros e ampliação da disponibilidade de crédito. Esse exemplo de cooperação internacional foi posto em marcha por influência de Benjamin Strong, diretor do Banco da Reserva Federal de Nova York, e de Montagu Norman, diretor do Banco da Inglaterra, que lograram convencer colegas de diversos países da necessidade de atuar em conjunto.⁵² Em agosto de 1928, e como consequência do colapso do império industrial de Alfred Lowenstein, produziu-se uma forte queda na Bolsa de Bruxelas. A recuperação demorou meses e, mais uma vez, até princípios de 1929 as cotações na Europa tenderam a declinar por causa de várias bancarrotas que ocorreram na França e que causaram o desabamento da Bolsa de Paris.

⁵² Ver Eichengreen (1995:210-216), obra que utiliza os arquivos de Norman para reconstruir as relações entre os bancos centrais em 1927 e 1928.

Ao longo do restante do ano, os mercados financeiros europeus estiveram bem deprimidos e, por conseguinte, observou-se uma fuga de capitais para Nova York, com o objetivo de aproveitar o imponente auge da Bolsa de Wall Street, o qual seguia imperturbável, apesar de o Federal Reserve Bank ter aumentado as taxas de juros. O objetivo do banco central consistia em moderar a extraordinária especulação, porém fracassou redondamente, ao passo que tendeu a causar uma contração inicial do crédito para a economia real.

Os historiadores financeiros têm sustentado que o efeito dessas medidas foi contraditório e que contribuiu para a recessão que se seguiu ao *crash* de Wall Street. Há consenso também em que o marco restritivo do padrão ouro exerceu um impacto negativo sobre as tendências econômicas mundiais, porquanto impulsionava os banqueiros centrais mais ortodoxos a insistir na acumulação de maior quantidade de reservas em ouro. Em 1928, os dois protagonistas fundamentais nesse terreno foram a Reserva Federal de Nova York e o Banco de França, ambos exacerbados defensores do padrão ouro. De fato, entre Estados Unidos e França acumulavam-se mais de 60% de todas as reservas em ouro do mundo, o que acentuou a pressão sobre as balanças de pagamentos de outros países, que encontravam dificuldades crescentes para adquirir o ouro de que necessitavam para saldar suas contas. Isso obrigou numerosos bancos centrais a elevar suas taxas de juros, o que contribuiu para que a restrição creditícia mundial ganhasse força.⁵³

Juntamente com a redução do crédito bancário, surgiram sinais de uma iminente retração do comércio internacional. Já desde meados de 1927 tornaram-se perceptíveis as preliminares da crise; por exemplo, na América Latina, onde se havia produzido uma queda gradual dos preços de numerosos produtos de exportação. Os preços do estanho, exportado pela Bolívia, começaram a descer a partir de 1927 e, em 1928, caíram 25%. Os preços do petróleo, do qual dependiam México e Venezuela, iniciaram seu declínio em 1927. Os preços do açúcar cubano e do algodão peruano desceram 20% entre

⁵³ Ver Eichengreen (1995:216-217). Nessa passagem é explicado que os bancos centrais, em especial o Banco da Inglaterra, se viram obrigados a aumentar as taxas de juros em 1928 para atrair capitais e ouro, o que ajudaria a equilibrar a balança de pagamentos.

1928 e 1929. Essa incipiente recessão comercial teve efeitos bastante amplos e foi acentuada pela virtual e repentina suspensão das exportações de capitais dos Estados Unidos (Lewis, 1938:617-634). A redução dos investimentos e dos créditos estrangeiros foi, em boa medida, consequência da absorção dos recursos pela especulação selvagem na Bolsa de Nova York durante os primeiros nove meses de 1929.

O crash de Wall Street em 1929 e suas consequências

Apesar dos indícios de uma crescente instabilidade na economia mundial, a *Quinta-feira Negra* (24 de outubro de 1929) de Wall Street tomou de surpresa a maioria dos banqueiros, investidores e dirigentes políticos do planeta. Logo sobreviu uma queda ainda mais forte em 29 de outubro, quando o mercado entrou em colapso. De imediato, começaram a desabar as bolsas em outros países, em especial na Europa. Um correspondente do jornal *A Última Hora* de Bruxelas resumiu alguns telegramas de Nova York sobre o pânico nesses dias fatídicos:

Dizem que a queda dos valores nestes últimos dias arruinou mais pessoas que o conjunto de todas as baixas da bolsa nos últimos anos. Não se recorda uma derrocada semelhante. Foram perdidos cerca de dez bilhões de dólares em poucas horas. Um grande número de milionários ficou arruinado em pouquíssimo tempo. Acreditava-se que a situação se havia estabilizado ontem, porém nova queda provocou desespero... Fala-se agora de medidas governamentais para impedir uma maior depreciação dos bens americanos. (De Clercq, 1992:249)

Apesar de que, em princípios de 1930, se tenha registrado uma ligeira recuperação, a Bolsa de Nova York seguiu caindo durante vários anos. Esse colapso implicou uma colossal perda de riqueza, que afetou a confiança dos investidores. Da mesma forma que na atualidade, discutia-se então qual podia ser o efeito em longo prazo da redução dos preços dos bens (*asset prices*).

Sabemos que em 1929 somente uns 2% da população norte-americana investiam na bolsa, mas esse era precisamente o setor com maiores possibilidades de impulsionar o crescimento das empresas, por meio de suas investições. Se as companhias não podiam vender ações ou bônus, suas possibilidades de crescimento em longo prazo viam-se reduzidas de forma radical.

A segunda onda destrutiva veio com as falências bancárias em vários países. Essas quebras causaram uma contração do crédito e provocaram uma baixa do consumo e uma acentuada deflação, o que afetou uma grande quantidade de empresas, não somente em suas perspectivas de expansão como em suas operações diárias. Temia-se que os preços continuassem a cair e naufragassem mais bancos; em consequência, todas as empresas — industriais, agrícolas, comerciais e de serviços — logo se encontrariam em uma situação crítica, pois reduziriam seus ganhos, e não poderiam descontar títulos de fornecedores, adiantar pagamentos com crédito, depositar numerários com confiança e manter as transações habituais. De fato, os pânicos e as quebras bancárias ocorridos entre 1930 e 1933 desencadearam uma sequência impressionante de suspensões de pagamento por milhares de empresas em grande parte do mundo.

A redução do crédito, por sua vez, provocou uma queda abrupta do comércio internacional. Entre 1928 e fins de 1932, o valor das importações e exportações mundiais reduziu-se em 60%.⁵⁴ Nunca antes na história do capitalismo se havia verificado uma tendência tão negativa no comércio global. Tudo isso contribuiu para o processo de deflação e, com a queda dos preços, vieram mais falências. Essa situação logo se transformou em uma profunda depressão econômica que mergulhou na miséria dezenas de milhões de homens e mulheres, tanto nos países industriais quanto nos não industrializados.

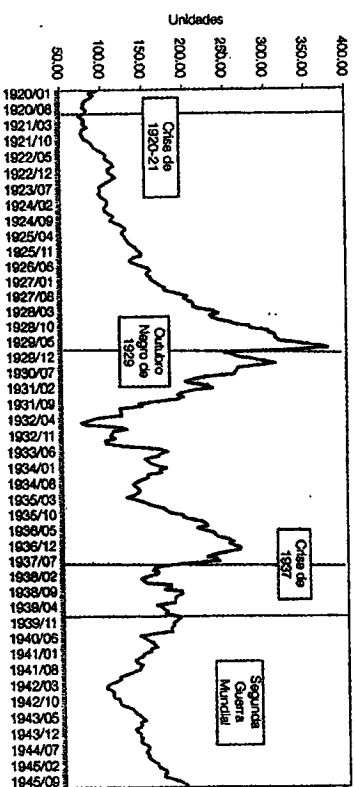
Durante um longo período, a maior crise de todos os tempos (o *crash* de 1929 e a Grande Depressão) tem atraído a atenção de especialistas e do público leitor. Um livro clássico sobre o tema e o mais citado durante muito tempo pertence ao famoso economista canadense John Galbraith: *The great crash of 1929*,

⁵⁴ Um excelente resumo estatístico das tendências do comércio mundial encontra-se em Kindleberger (1973:124-127, 172).

que traça a trajetória da Bolsa de Nova York dia a dia, desde o auge em 1928 até o desabamento em outubro de 1929, e segue sua evolução durante os meses posteriores. Mais recentemente, tem-se realizado um grande número de trabalhos históricos bem detalhados sobre a evolução dos mercados de capitais nos Estados Unidos, entre os quais se destacam os excelentes estudos de Eugene White, que analisam os altos e baixos que tiveram lugar entre 1920 e 1929.⁵⁵

GRÁFICO 4

Comportamento real da Bolsa de Valores de Nova York, 1920-45 (média mensal dos valores diários de fechamento do Índice S&P)



Nota: O Índice S&P abrange as cotações das ações das empresas estadunidenses líderes em seus respectivos setores industriais. O Índice S&P está deflacionado pelo Índice de preços ao consumidor, para eliminar a distorção provocada pela inflação de preços e mostrar seu comportamento em termos reais. Fonte: Shiller (2005).

Todavia, para além das extraordinárias oscilações da bolsa, existe uma multidão de perguntas acerca dos porquês de se ter produzido esse desabamento e de se ter verificado, em época de paz, a pior crise econômica do capitalismo no século XX, destruindo um grande volume de investimentos e deixando sem emprego dezenas de milhões de pessoas. As incógnitas sobre

⁵⁵ Por exemplo, White (1990:120).

as origens, as causas e as consequências dessa convulsão têm gerado uma rica literatura histórica, econômica, social e política.

Essas interrogações, exploradas por economistas e historiadores, são de grande interesse para a comparação de suas respostas com as análises realizadas sobre a grande crise contemporânea de 2008-09. Qual foi a causa do colapso da bolsa? Pode-se defini-lo como essencialmente uma crise da bolsa, ou deve-se caracterizar como um conjunto de pânico bancários? A recessão da economia teve início antes da derrocada financeira, ou foi uma consequência desta? Que papel desempenhou a política monetária e a atuação dos dirigentes do Federal Reserve (e de outros bancos centrais) em provocar a crise ou em impedir a sua solução? Por que foi tão ampla a Grande Depressão e por que em escala mundial?

Devido à importância e ao peso da economia dos Estados Unidos, muitas interpretações se têm centrado nos possíveis erros na previsão e na resposta à crise nesse país. Talvez o estudo analítico e empírico mais influente sobre as causas monetárias do colapso econômico nos Estados Unidos no período 1929-32 tenha sido o realizado pelos economistas Milton Friedman e Anna Schwartz em sua magnífica obra sobre a história monetária estadunidense.⁵⁶ Argumentaram eles que os dirigentes da Reserva Federal foram os maiores culpados pelo colapso. De acordo com a interpretação dos autores, os funcionários financeiros não haviam previsto adequadamente a natureza do *boom* na bolsa, mas, sobretudo, não souberam estender o crédito de maneira maciça aos bancos, a partir do momento em que existiam indícios de uma possível intensa recessão. Em poucas palavras, não aplicaram medidas anticíclicas que, nesse caso, implicavam pôr em marcha um aumento do volume de dinheiro por parte do banco central, para dar liquidez a todos os setores econômicos e evitar a redução da atividade produtiva e possíveis falências. Em suma, os dirigentes da Reserva Federal demonstraram que não sabiam o que deve fazer um banco central em tempos de crise sistêmica, e por isso levaram os Estados Unidos à Grande Depressão.

⁵⁶ Ver Friedman e Schwartz (1963, especialmente o cap. 7: "The great contraction, 1929-1933").

Outros economistas contestam Friedman e argumentam que as coisas eram mais complicadas, já que as causas do afundamento se relacionavam também com uma queda do consumo e com debilidades próprias da economia industrial norte-americana. Em vários trabalhos muito citados, Peter Temin (1976, 1989) ofereceu uma síntese de argumentos centrais desse enfoque, dando ênfase a vários fatores. Um elemento que contribuiu para solapar a economia foi a queda da construção de moradias na segunda metade da década de 1920. Outro foi a baixa dos preços agrícolas, que afetou uma vasta quantidade de pessoas nos Estados Unidos, país em que quase metade da população estava assentada em vilarejos da área rural. Antes do *crash*, ocorreu ainda uma redução da atividade de certos setores industriais importantes. Tudo isso se refletiu em uma queda das receitas — salários e lucros — com um simultâneo descenso do consumo. De acordo com essa interpretação, quando irromperam os problemas financeiros, o conjunto dessas deficiências tornou virtualmente impossível a recuperação.

Contudo, essas escolhas não constituem as únicas correntes na análise do “maior colapso econômico da história”, como Temin denominou esse período: macroeconomistas de outras tendências juntaram-se na busca de uma explicação para o “grande enigma”. Entre eles conta-se Ben Bernanke, ex-presidente (*chairman*) da Reserva Federal dos Estados Unidos, que em seu livro *Essays on the Great Depression* (2000) realizou um estudo detalhado da complexa relação que existia entre o crédito, a moeda e a economia nos anos de 1929 a 1933. Ele defende que é importante avaliar se era possível reconciliar os argumentos que enfatizam a queda da demanda (consumo) com os que prestam atenção aos problemas da oferta (nesse caso, oferta de dinheiro). Assinalou que, devido às fragilidades do sistema financeiro, houve contração do crédito, o que comprimiu a demanda de bens e, em suas palavras, “ajudou a converter o que era uma grave recessão em 1929-30 em uma depressão prolongada” (Bernanke, 2000:42).

Outra destacada analista da Grande Depressão é Cristina Romer, diretora do Conselho de Assessores Econômicos da administração do presidente Barack Obama. Argumenta ela, em diversos trabalhos de corte histórico, que existia uma relação direta entre o colapso da bolsa em 1929 e o aumento

súbito da incerteza, que afetou tanto os empresários quanto os consumidores em suas projeções para o futuro. Para os empresários, a insegurança das perspectivas econômicas os fez reduzir seus investimentos; e, no caso dos consumidores estadunidenses, as notícias da persistente volatilidade na Bolsa de Nova York tiveram impacto negativo em sua confiança e provocaram uma redução das compras em nível nacional, o que afetou todas as indústrias.⁵⁷

As tendências mencionadas levaram à contração da economia, que sofreu ainda mais com a impressionante série de pânico e quebras bancárias. Os primeiros sinais preocupantes acerca do enfraquecimento do sistema bancário nos Estados Unidos ocorreram em razão do colapso de 600 bancos das regiões sul e meio-oeste desse país, entre novembro e dezembro de 1930, circunstância que esteve a ponto de provocar um pânico financeiro em nível nacional. Logo vieram as crises bancárias da primavera e do outono de 1931, o grande pânico bancário de Chicago em 23 de janeiro de 1932 e, finalmente, o colapso bancário em diversas regiões, que se estendeu de setembro de 1932 a 6 de março de 1933 (Wicker, 1996). Nesta última data, a administração do presidente Franklin Delano Roosevelt declarou um feriado de quatro meses na atividade bancária de todo o país, o que permitiu revisar as contas do conjunto das instituições financeiras para determinar quais eram suficientemente sólidas para voltar a abrir as portas aos clientes.

Por que se produziram tantos e tão graves descalabros no setor bancário estadunidense? Convém recordar que esse sistema era o maior e também o mais desconcentrado do mundo. Por volta de 1929, existiam quase 24 mil bancos no país, e a imensa maioria eram firmas pequenas de vilarejos rurais. Os historiadores econômicos demonstram que muitos bancos locais se tinham debilitado em razão de uma prolongada crise agrícola ocorrida nos anos 1920. A isso se juntaram outros fatores, como a queda dos preços, as perdas no mercado de capitais, as quebras e a redução da produção industrial e do comércio entre 1930 e 1933. Ao final, suspenderam pagamentos cerca de 10 mil bancos, embora se deva observar que sobreviveram duas terças partes

⁵⁷ Ver o excelente ensaio “The Great Depression” de Christina Romer na *Encyclopaedia britannica*.

das empresas financeiras americanas, entre elas quase todas as grandes firmas de Nova York.⁵⁸

Mas as crises bancárias não foram exclusivas dos Estados Unidos (Capie, Mills e Woods, 1986:120-148). Os elos mais fracos da estrutura bancária internacional encontravam-se na Áustria e na Alemanha. A crise eclodiu ali em maio de 1931, quando o grande banco Creditanstalt de Viena declarou falência. A importância dessa instituição consistia em que era um enorme banco de investimento, que tinha grandes pacotes de ações em dois terços das maiores empresas industriais do país.⁵⁹ De fato, sua solidez havia sido um fator-chave na recuperação da economia austríaca nos anos 1920. Sua queda foi uma catástrofe. A desconfiança estendeu-se à Alemanha, onde provocou pânico bancários, retiradas de depósitos e uma fuga de capitais que implicou uma perda de 2 bilhões de marcos para o banco central da Alemanha, o Reichsbank, entre maio e junho de 1931. De acordo com o historiador Theo Balderston (1994:43-68), a Alemanha passou por uma crise dupla, de tipo monetário e de tipo bancário, que colocou as finanças do país em situação excruciante. Em 6 de junho de 1931, o chanceler Brüning declarou que a Alemanha não mais estava em condições de continuar pagando as reparações.

Essas notícias agudizaram a crise bancária alemã e, em 1º de julho, um dos maiores bancos comerciais, o Danatbank, fechou as portas. Seguiu-se uma reunião privada dos principais banqueiros alemães na qual se diz que se insultaram e se acusaram mutuamente pelo desastre. Ao que parece, os dirigentes do Danat recusavam a fusão com o Dresdner Bank e tampouco se logrou uma associação com o Deutsche Bank. Nesse ponto, eclodiu o pânico generalizado e os clientes em toda a Alemanha correram aos bancos para retirar seus depósitos.⁶⁰ Não havia alternativa senão o fechamento das entidades e a decretação de um feriado bancário que durou três semanas.

⁵⁸ Para pesquisa detalhada, ver Walker (2005) e, também, Richardson (2006).

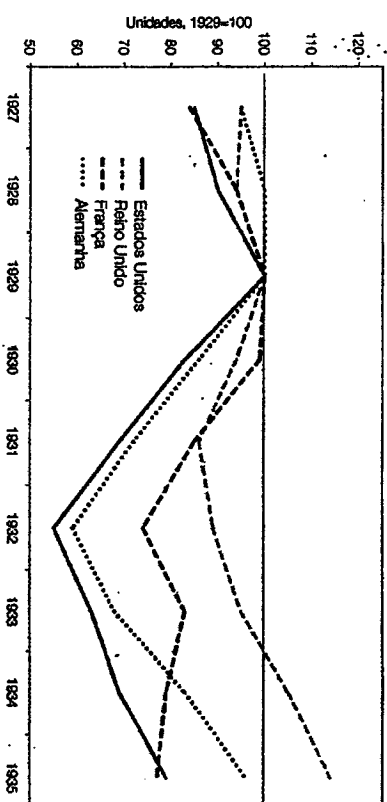
⁵⁹ Para mais detalhes, ver a excelente monografia de Schubert (1991). Fundado em meados do século XIX pela família Rothschild, o Österreichische Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe tornou-se o maior banco da Áustria e Hungria. Declarou-se em falência em 11 de maio de 1931, foi resgatado parcialmente pelo Österreichische Nationalbank e fundiu-se com outro banco, o Wiener Bankverein, tomando seu nome para Creditanstalt-Bankverein.

⁶⁰ Para mais informações, ver Jantes (1984:68-87).

Enquanto as finanças e os bancos se debilitavam em escala internacional, o protecionismo e o nacionalismo econômico ganhavam espaço com rapidez. Nos Estados Unidos, desde 1930, estipularam-se tarifas cada vez mais altas sobre os produtos importados, e muitos outros países seguiram esse exemplo. Para a maioria dos historiadores econômicos, a adoção de políticas protecionistas ao extremo foi uma das causas determinantes da queda abrupta do comércio internacional entre 1929 e 1932 (Eichengreen e Irwin, s.d.). De fato, foi apenas quando esse comércio se recuperou que os principais indicadores econômicos dos países industriais voltaram a ser positivos, sinalizando um processo de recuperação (gráfico 5).

GRÁFICO 5

Impactos Internacionais da Grande Depressão
Índices de produção industrial, 1927-35 (1929=100)



Fonte: OBEIC (1958, tab. 2).

Fracasso da cooperação internacional e abandono do padrão ouro

Alguns autores sustentam que, se tivesse havido maior colaboração entre os governos e os bancos centrais dos diferentes países, talvez tivesse sido possível evitar algumas quebras e estabilizar a situação. Todavia, o histo-

riador financeiro Barry Eichengreen (1995, *passim*) demonstra, em uma grande obra de reinterpretção, que foi precisamente a existência e o apego ao padrão ouro e às políticas monetárias ortodoxas que tornou inflexível o cardápio de opções para responder à crise, em quase todos os países. Ao menos no início, a rigidez na gestão das emissões e a falta de flexibilidade dos bancos centrais para ampliar a disponibilidade de crédito constituíram o traço comum. Somente quando alguns países começaram a abandonar o padrão ouro e desvalorizar suas moedas é que se tornou possível modificar os termos da equação.

Em quase todas as nações, entre 1930 e 1931, ocorreram fugas de capitais e retiradas de depósitos em meio metálico, o que minou seriamente os bancos centrais, que eram considerados os guardiões das reservas monetárias nos respectivos países. No caso da Grã-Bretanha, uma das economias mais abertas do mundo, o mercado de câmbio londrino havia começado a apresentar fissuras em fins de julho de 1931, sob a pressão de volumosa fuga de capitais. Então, o Banco da Inglaterra tomou uma decisão que teria amplíssimas repercussões internacionais: em 21 de setembro, abandonou o padrão ouro. Essa medida marcou o fim de uma época monetária.

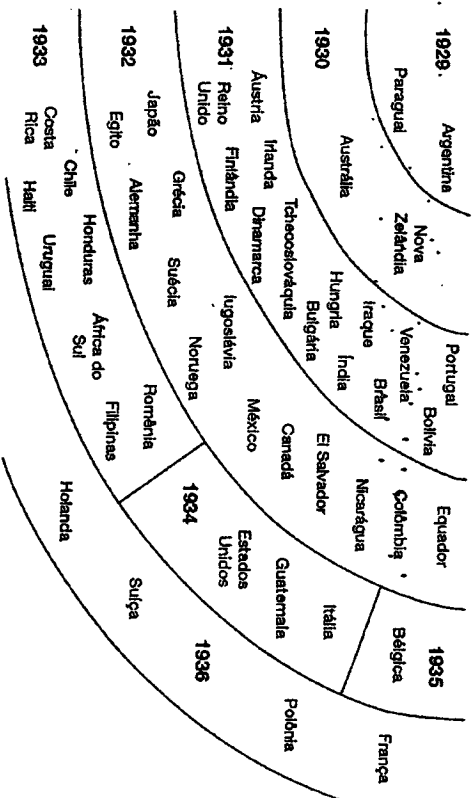
Outros 21 países de pronto seguiram o exemplo britânico, enquanto os governos de 30 nações estabeleceram controles de câmbio. Apesar das sombrias predições que asseguravam que a saída do padrão ouro provocaria um desastre, ocorreu o contrário.

Conforme argumentam de maneira convincente Eichengreen e outros economistas, as nações que saíram de pronto do padrão ouro lograram uma recuperação econômica mais rápida. Entre elas, como veremos, incluíram-se vários países latino-americanos, os quais efetivamente alcançaram uma melhora importante a partir do ano de 1932. Os países escandinavos também logo conseguiram sair da recessão. O caso da Espanha era especial, já que não pertencia ao clube do ouro, e, por esse motivo, o governo da Segunda República (1931-36) dispôs de certa flexibilidade institucional em sua política monetária; não obstante, seus ministros de finanças mostraram muito apego à ortodoxia e à estabilidade do valor da peseta. De fato, os países que se man-

tiveram no velho regime tenderam a experimentar muito mais problemas para sair do atoleiro. Os Estados Unidos, que permaneceram até 1934, experimentaram uma recuperação menor e mais lenta; do mesmo modo, França e Bélgica, que se conservaram no mesmo padrão até 1936. Como se pode observar no diagrama 4, o abandono do padrão ouro havia se iniciado em 1929, mas acelerou-se a partir de 1931.

DIAGRAMA 4

Fim do padrão ouro no entreguerras



Nota: O diagrama indica o ano de saída do padrão ouro, ou, alternativamente, do padrão de câmbio ouro, conforme o caso.

Fonte: Elaboração própria, com base em Officer (2008) e em Eichengreen (1996:188-191).

As notáveis divergências que havia nas políticas monetárias das principais potências econômicas indicam o grau de dificuldade, desde os primeiros anos da derrocada, para que se pudesse discutir e ratificar acordos que permitissem alcançar um razoável grau de cooperação, a fim de superar a crise. Com efeito, não seria antes de 1932 que teriam início reuniões internacionais para discutir estratégias de enfrentamento do que já era uma depressão eco-

nômica mundial. O contraste com a nossa época é notável: os dirigentes da União Europeia e do G-20 reuniram-se com grande rapidez e traçaram acordos preliminares tanto no outono de 2008 quanto na primavera de 2009, isto é, poucos meses após os desabamentos bancários e nas bolsas.

Apenas em 1931, e por motivo do pânico bancário na Alemanha — que se dois anos depois da irrupção da crise —, as potências resolveram tentar alguma coordenação financeira. Em 20 de junho, o presidente norte-americano, Herbert Hoover, decidiu estabelecer uma moratória de um ano sobre todas as dívidas interaliadas, para reduzir a pressão sobre a Alemanha. Quase imediatamente, começaram os preparativos de uma conferência econômica internacional que se celebraria em 1932, com o objetivo de salvar os bancos europeus e, em particular, as instituições creditícias alemãs. As principais potências reuniram-se em Lausanne, Suíça. Os países que eram credores da Alemanha renunciaram a cobrar a maior parte das dívidas ou indenizações de guerra ratificadas originalmente pelo Tratado de Versalhes. Esse foi o motivo pelo qual o valor nominal das reparações alemãs se reduziu de 31 bilhões de dólares a menos de 1 bilhão. Em contrapartida, os países europeus, que haviam renunciado a cobrar as dívidas de guerra alemãs, exigiam agora que os Estados Unidos lhes relevassem as obrigações financeiras. As chamadas “dívidas aliadas” (também originárias da Grande Guerra) ultrapassavam 10 bilhões de dólares. Desse total, 42% eram devidos pela Grã-Bretanha aos Estados Unidos, 34% pela França, 16% pela Itália e 4% pela Bélgica (Stewart, 1932:172-183). Sob forte pressão, as autoridades financeiras dos Estados Unidos aceitaram conceder-lhes um período carencial de um ano.

Os políticos de Washington acreditavam ter atuado com generosidade para salvar a estrutura financeira internacional do colapso, mas esperavam que o sacrifício fosse breve. Nisso equivocaram-se. Em fins de 1932, o Ministério da Fazenda britânico solicitou postergar o pagamento das dívidas por um novo período. As autoridades do Tesouro dos Estados Unidos não quiseram adotar uma resolução clara a respeito e preferiram evitar os anúncios públicos sobre um tema político-financeiro que consideravam sumamente conflituoso.

Para resolver essas disputas e para averiguar se seria viável um acordo de cooperação em matéria de políticas monetárias, convocou-se uma nova conferência econômica mundial, que se realizou em Londres em junho de 1933, com a presença de mais de mil delegados de uns 60 países. Contudo, as discussões não alcançaram os resultados esperados. Em meio à reunião, o presidente Roosevelt informou por telegráfo a seus representantes que não estava disposto a tolerar pressões externas para que as potências europeias estabelecessem paridades do dólar com suas moedas. Na prática, o governo dos Estados Unidos congelou as vendas de ouro pela Reserva Federal, desvalorizou a moeda e saiu discretamente do padrão ouro, embora em princípio tivesse conservado a convertibilidade.⁶¹ Como consequência, o mundo ficou dividido em diversos blocos de países: alguns mantiveram o padrão ouro de forma rígida — França, Bélgica, Holanda, Itália —; certas nações centro-europeias, como Alemanha e Áustria, nominalmente vincularam suas moedas ao ouro; outro bloco, do Commonwealth britânico, sustentou firme lealdade à libra esterlina; e, por último, um número importante de países já estava funcionando com um regime monetário de inconvertibilidade. A divisão em blocos monetários era um reflexo das crescentes tensões internacionais, que mais tarde teriam consequências políticas e militares inesperadas.

Em resposta à interrupção dos pagamentos de reparações, começou a difundir-se nos Estados Unidos uma propaganda antieuropeia. Em princípios de 1934, o senador Johnson, da Califórnia, conseguiu que o Congresso Nacional aprovasse uma lei que limitava a venda de bônus estrangeiros no país. As autoridades monetárias europeias interpretaram essa lei como uma inoportuna e agressiva medida de isolacionismo financeiro. Em 4 de junho de 1934, a Grã-Bretanha suspendeu unilateralmente todos os pagamentos futuros de suas dívidas de guerra aos Estados Unidos, e prontamente foi imitada por França, Itália e Bélgica. A cooperação financeira transatlântica estava morta.

⁶¹ Roosevelt estabeleceu o preço do dólar a \$ 35 por onça de ouro, mas criou barreiras à venda de reservas de ouro ao exterior (Eichengreen, 1995:348-350).

Respostas da economia política à crise: New Deal nos Estados Unidos

O pior da Grande Depressão transcorreu entre 1929 e 1932. Esses quatro anos de crise afetaram todo o mundo, embora não haja dívida de que as derivações mais intensas foram sentidas nos Estados Unidos e na Alemanha, os dois países com aparato Industrial mais avançado. A queda da produção industrial nos Estados Unidos entre 1929 e 1932 foi de 46% e, na Alemanha, de 42%. Por volta de 1932, em ambos os países cerca da quarta parte dos trabalhadores achava-se desempregada. Em ambos os casos, as respostas das autoridades de governo e dos respectivos bancos centrais a esse terrível descalabro custaram muitíssimo a aparecer, e por isso ocorreu um colapso do consumo, uma forte deflação e uma enorme estreira de quebra de empresas, que aumentaram ainda mais o desemprego, até alcançar taxas inéditas.

Uma análise especialmente interessante sobre os motivos ideológicos da paralisia da Reserva Federal e do Tesouro dos Estados Unidos foi formulada pelo economista Bradford DeLong (1990), que assinala a importância da escola dos "liquidacionistas" no pensamento econômico na Europa e nos Estados Unidos, uma vez que essa corrente exerceu forte influência sobre as políticas passivas que foram adotadas pelas autoridades de todos os bancos centrais após o *crash* de 1929.

Economistas tão diversos, porém, respeitados quanto Joseph Schumpeter, Friedrich von Hayek e Lionel Robbins seguiram afirmando, vários anos após o desastre, que a intervenção dos bancos centrais poderia ser contraproducente: era necessário ter paciência e esperar que "passasse a tormenta". Nisso convergiam com o secretário do Tesouro dos Estados Unidos daqueles anos, o multimilionário Andrew Mellon, que assegurava que a crise somente se poderia resolver com a liquidação de um grande número de empresas supostamente ineficientes. Também era coincidente com essa posição a maioria dos ocupantes de altos cargos da Reserva Federal (Wood, 2005:191-193). A velha metáfora médica voltou a ganhar força, e se difundiu a ideia de que o corpo enfermo da economia dos Estados Unidos teria de sofrer intensas febres antes de recuperar-se. Era por esse motivo que se supunha que o melhor seria

que o governo e o banco central fizessem o mínimo e deixassem que a crise seguisse seu curso sem intervenções. Claro está que a realidade da Grande Depressão provou até que ponto estavam equivocados. O posterior triunfo teórico de Keynes foi tão contundente que quase já se esqueceu que a maioria dos economistas e altos funcionários da época considerava que os mercados se *autorregulavam* e que os governos e os bancos centrais não podiam nem deviam fazer nada para evitar ou atenuar o colapso.

Apenas a partir do início da administração Roosevelt em 1933 foram adotadas políticas para combater mais a fundo a derrocada financeira, a recessão industrial e o desemprego. Muitos historiadores econômicos de nossa época sustentam ser provável que a flexibilização monetária tenha sido a medida que mais oxigênio deu à economia. Mas não resta dúvida de que o aumento do gasto público a partir de 1933, assim como a criação de novas agências governamentais, exerceu um papel fundamental na recuperação. Algumas das reformas do New Deal foram implantadas nos primeiros "100 dias" da novíssima administração democrata, mas outras, em maior número, foram desenvolvidas nos três anos seguintes (tabela 1).

Entre as novidades incluía-se uma lei para impulsionar o desenvolvimento das pequenas e médias empresas, conhecida como o National Recovery Act, de 1933. No mesmo ano, para dar andamento à recuperação, estabeleceu-se o Agricultural Administration Act. Com a finalidade de fazer avançar obras públicas, represas e construções de hidroelétricas em zonas especialmente deprimidas, instrumentaram-se diversas políticas e novas agências, como a Tennessee Valley Authority. Por sua vez, com o objetivo de obter melhor regulamentação das relações de trabalho entre empresários e trabalhadores, aprovou-se o Wagner Act de 1935 (National Labor Relations), que favorecia as negociações coletivas anuais de salários.

O tema do desemprego tornou-se cada vez mais premente, motivo pelo qual foram aprovadas políticas que impulsionaram a criação de novos postos de trabalho no setor público e no privado. Adicionalmente, era fundamental dar segurança aos trabalhadores, e para isso ratificou-se o seguro social de 1935, que copiava muitas das medidas que já existiam em vários

países da Europa, assim como os mecanismos para criar um sistema nacional de pensões.

No segmento da moradia, as medidas adotadas não foram menos importantes. Para dar segurança aos donos de casas com hipotecas ainda vigentes, criou-se uma entidade pública que garantisse as prestações aos proprietários (Home Owners Loan Corporation). Essa agência adquiriu grande parte das hipotecas dos bancos, reduziu seu valor nominal e transformou os valores em hipotecas de longo prazo, com taxas de juros baixas. Dessa maneira, evitou-se que a maioria dos proprietários pobres fosse posta na rua, situação que, seja dito de passagem, certamente contrasta com o atual colapso do mercado hipotecário nos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, promoveu-se a criação da agência Fannie Mae, que ainda hoje é a maior administradora de hipotecas de moradias nos Estados Unidos, embora tenha sido fortemente golpeada pela crise de 2008. Desde as suas origens nos anos 1940 e até fins do século XX, Fannie Mae foi fundamental para dar estabilidade ao maior mercado hipotecário do mundo.

Com o objetivo de estabilizar os mercados financeiros, a administração Roosevelt promoveu a criação de uma agência nacional que assegurasse os depósitos bancários, a Federal Deposit Insurance Corporation, e assim prevenisse pânico e quebras bancárias. Essa agência ainda existe e tem evitado o afundamento do atual sistema bancário comercial, em circunstâncias de colapso dos mercados. Os democratas dos anos 1930 estabeleceram ainda uma agência para supervisionar as operações de compra e venda de valores, conhecida como Securities and Exchange Commission (SEC), por meio da qual se supunha poder vigiar a especulação na bolsa. Como complemento, promulgou-se uma lei que separava os bancos comerciais dos bancos de investimentos (Glass-Steagall Act). Essa medida foi questionada e muito combatida pelo grupo financeiro mais poderoso da época, a casa J. P. Morgan; porém, em meados dos anos 1930, a famosa firma viu-se obrigada a cindir suas operações. Mais de meio século mais tarde, em fins dos anos 1990, e com o apoio da administração Clinton e de altos funcionários como Larry Summers e Robert Rubin, procedeu-se ao desmantelamento de boa parte dessa

lei. O paradoxo final é que, a partir da eclosão da crise bancária de setembro de 2008, muitos dos bancos de investimento de Nova York (em sua maioria próximos à quebra) foram absorvidos pelos bancos comerciais, e voltou-se assim à situação que prevalecia antes de 1929.

TABELA 1
O New Deal (1933-36): legislação para recuperação econômica e reformas sociais

Investimento em obras públicas: gasto governamental em infraestrutura e intervenção indireta no mercado de trabalho	<ul style="list-style-type: none"> • 1935: Emergency Relief Appropriations Act 	<ul style="list-style-type: none"> • Civil Works Administration (CWA) • Public Works Administration (PWA) • National Youth Administration (NYA) • Rural Electrification Administration (REA) • Civilian Conservation Corps (CCC) • Tennessee Valley Authority (TVA)
Coordenação e regulamentação do setor industrial: protecionismo comercial, combate ao desemprego e à deflação por meio de preços e salários crescentes	<ul style="list-style-type: none"> • 1930: Hawley-Smoot Tariff Bill • 1933: National Industrial Recovery Act 	<ul style="list-style-type: none"> • National Recovery Administration (NRA)
Direitos dos trabalhadores: criação do seguro-desemprego, reconhecimento do direito a formar sindicatos e à negociação coletiva dos contratos de trabalho; estabelecimento da jornada laboral máxima e do salário mínimo	<ul style="list-style-type: none"> • 1933: Federal Emergency Relief Administration (FERA) • 1935: National Labor Relations Act, ou Wagner Act • 1938: Fair Labor Standards Act 	<ul style="list-style-type: none"> • Federal Emergency Relief Administration (FERA) • National Labor Relations Board (NLRB)
Bem-estar social: criação da rede de segurança social, com pensões, assistência a grupos vulneráveis (anciões, deficientes visuais e crianças); hipotecas subsidiadas para famílias de baixa renda	<ul style="list-style-type: none"> • 1935: Social (Economic) Security Act 	<ul style="list-style-type: none"> • Social Security Board • Federal Home Mortgage Association, logo Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)

Estímulos ao setor agrícola: garantias de preços mínimos para os produtos agrícolas e outorga de estímulos aos agricultores	<ul style="list-style-type: none"> • 1936: Soil Conservation and Domestic Allotment Act • 1938: Second Agricultural Adjustment Act 	<ul style="list-style-type: none"> • Agricultural Adjustment Administration (AAA) • Commodity Credit Corporation (CCC)
Regulamentação do sistema financeiro: criação de agências supervisoras, separação de bancos comerciais e bancos de investimento, respeito aos depósitos de poupança para prevenir corridas bancárias	<ul style="list-style-type: none"> • 1933: Emergency Banking Act (EBA) • 1933: Glass-Steagall Act • 1934: Securities Exchange Act • 1935: Banking Act 	<ul style="list-style-type: none"> • Securities and Exchange Commission (SEC), comissão reguladora e supervisora do mercado acionário • Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), agência para a proteção dos depósitos bancários • Reforma do Federal Reserve System: autoridade monetária fortalecida • Reconstruction Finance Corporation

Fonte: Wallis (2003).

Consequências perversas da crise: nazismo na Alemanha dos anos 1930

As respostas econômicas à crise na Alemanha a partir de 1930 apresentaram numerosos paralelos com as dos Estados Unidos; porém, em termos políticos, os resultados foram radicalmente diferentes. A imensa maioria das obras históricas que analisam o surgimento do regime nazista considera que a causa mais importante do descontentamento político e econômico que levou à vitória da extrema direita alemã pode ser atribuída à Grande Depressão.

Entre 1929 e 1930, as autoridades da República de Weimar responderam ao colapso comercial e financeiro com um endurecimento das políticas do padrão ouro, a fim de impedir uma fuga fulminante de capitais. Todavia, as pressões externas fizeram-se tão fortes a partir dos pânicos bancários de 1930

e 1931 que não tiveram alternativa senão passar a um regime de taxas flutuantes, mas com fortes intervenções do governo e do Reichsbank. Ao mesmo tempo, adotaram-se medidas protecionistas em matéria de comércio exterior (tal como nos Estados Unidos), para defender a indústria nacional. Todavia, em um primeiro momento, a política fiscal continuou ortodoxa, razão pela qual alguns analistas consideram que o governo republicano perdeu uma grande oportunidade de impedir o avanço das forças extremistas de direita, encabeçadas por Adolf Hitler.

Em um recente ensaio dedicado às fatídicas eleições de novembro de 1932, dois historiadores sugerem que teria sido possível uma redução substancial do voto favorável a Hitler e ao partido Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei (NSDAP) se o governo tivesse gastado mais dinheiro na expansão do emprego em uma série de distritos alemães onde o desemprego havia alcançado altas taxas (Stögbauer e Komlos, 2004:173-199). De fato, em fins de 1932 havia mais de 6 milhões de desempregados e não resta dúvida de que uma parte importante desses e de suas famílias votou em favor dos nazistas. Os dirigentes de Weimar não tiveram a percepção adequada para levar a cabo essa luta eleitoral na frente fiscal. Em menos de três meses após a ascensão de Hitler (novembro de 1932), acabara a democracia alemã e começava a ditadura.

Apesar dos argumentos de alguns dos economistas que sustentam que o aumento do gasto público não pode ser considerado a única nem a principal razão para a recuperação das economias industriais da Grande Depressão, é evidente que assim foi no caso alemão. Conforme assinalou o historiador Gabriel Tortella (2000:189-190): "O governo investiu em um programa acelerado de rearmamento e de obras públicas que em pouco tempo absorveu uma parte dos desempregados. Para outros, foi criado um Serviço Nacional do Trabalho, que era uma espécie de serviço militar laboral". Os novos trabalhadores do Estado nazista levaram a efeito um grande programa de obras públicas, de reparação de estradas, de trabalho agrícola e florestal. O plano de recuperação foi conduzido pelo ministro da economia Hjalmar Schacht, que tinha conquistado renome em 1923 por promover a luta contra a hiperinflação.

O ministro autorizou o aumento do gasto público a partir de 1933, impulsionou planos de construção de rodovias e estabeleceu a primeira fábrica de automóveis populares, da empresa Volkswagen.⁶² Simultaneamente, o Estado procedeu à dissolução dos sindicatos, à perseguição dos social-democratas e ao encarceramento e extermínio dos comunistas. Começou também a perseguição da população judia, a qual haveria de resultar, anos mais tarde, no maior genocídio do século XX. Em 1934, foram proibidos todos os partidos políticos, à exceção do Partido Nazista, e estabeleceu-se uma censura ampla e um controle absoluto e aterrorizante dos meios de comunicação. Havia-se empreendido um caminho sem retorno para o nacionalismo militarista mais horripilante da história, o qual viria a desembocar em uma guerra mundial.

Se bem que a crise econômica — em suas distintas facetas — houvesse exercido na Alemanha seus efeitos mais poderosos e perversos, não se deve esquecer que afetou todos os demais países europeus. Contribuiu para fortalecer a ditadura de Mussolini na Itália, para intensificar a polarização política e social na França, e para debilitar a Segunda República espanhola e propiciar a irrupção da Guerra Civil, antessala de hostilidades mais gerais em todo o continente europeu. Nesse sentido, a Grande Depressão foi um dos fatores mais poderosos a influir para o estabelecimento das condições políticas e sociais que culminariam na catástrofe maior e mais destrutiva (em termos de vidas humanas) da história: a Segunda Guerra Mundial.

Apesar das consequências devastadoras da grande crise, é importante recordar que entre 1932 e 1938 se produziu uma forte recuperação da economia mundial, embora nos casos de França, Bélgica e Estados Unidos as taxas de crescimento tenham sido relativamente baixas, da mesma forma que na China e na Índia.⁶³ Na Europa, o maior êxito foi obtido pela Alemanha, que alcançou um crescimento cumulativo de cerca de 50% em seu produto industrial (ainda que se deva ter cuidado ao examinar as cifras publicadas pelo governo nazista, que se mostraram, frequentemente, muito enganosas). Na União Soviética, o

regime stalinista aproveitou a crise para pôr em marcha uma transformação radical de sua economia, que se mostrou muito custosa em termos de vidas humanas. Por um lado, Stálin impulsionou ambiciosos planos de desenvolvimento quinquenais, que permitiram assegurar a maquinaria da indústria pesada e da indústria bélica. Por outro lado, no campo, teve início um processo de coletivização integral que acarretou o deslocamento de milhões de famílias de proprietários rurais, dos quais um alto percentual foi obrigado a trasladar-se para vilarjos da Sibéria, onde morreriam centenas de milhares. Não obstante, como no caso alemão, as estatísticas oficiais russas dos anos 1930 falam de notáveis avanços nas cifras de produção de sua economia.

Na Ásia, o futuro aliado da Alemanha nazista, o Japão, conseguiu uma recuperação econômica em curto tempo, que colocou esse país em posição de realizar seus ambiciosos projetos geopolíticos de expansão imperial. A taxa de crescimento da indústria japonesa só caiu uns 2% entre 1929 e 1931 e foi revitalizada pela invasão da Manchúria em 1932, o que permitiu a aquisição de minas e novas fábricas e um aumento em gastos militares. É evidente que os efeitos da Grande Depressão foram marcadamente diversos de país para país e de região para região.

América Latina nos anos 1930: crise e recuperação

Na América Latina, o impacto negativo da depressão foi de início muito acentuado, mas depois de 1932 logrou-se uma recuperação econômica sustentada. É interessante rever essa experiência, já que se trata da região periférica com relações mais estreitas com a Europa e os Estados Unidos, e observar a variedade de respostas que ofereceram os diferentes governos ao colapso econômico. As autoridades financeiras não quiseram romper com os princípios do padrão ouro, mas logo ocorreu forte evasão de capitais. Como resultado, a partir de 1931 a maioria dos Estados latino-americanos adotou um variado repertório de reformas, com o objetivo de defender suas balanças de pagamentos e suas reservas monetárias. Essas medidas incluíam o esta-

⁶² Uma síntese da gestão de Schacht e das políticas econômicas cada vez mais orientadas à autarquia encontra-se no livro já citado de Prédien (2006).

⁶³ Um estudo clássico é o de Kindleberger (1973).

beleceimento de controles de câmbio, a redução do gasto público e medidas especiais para salvar do colapso completo os principais setores de exportação.

O caso do Chile ilustra muito bem as dificuldades com que se depararam para responder à crise. Segundo os economistas, nenhum outro país sofreu tanto quanto o Chile os efeitos da depressão comercial: em 1932 as exportações tinham descido a uma sexta parte do nível de 1929, e a receita do governo caiu mais de 75% (Palma, 1984:64 e 73). Apesar dessa catastrófica situação, o Ministério da Fazenda de Santiago continuou a cobrir o serviço das dívidas externas durante a maior parte do período de 1929 a 1931, transferindo 90 milhões de dólares aos credores dos Estados Unidos e da Europa.

Ao aprofundar-se a crise, entretanto, as autoridades chilenas começaram a questionar a conveniência de seguir mantendo o serviço da dívida, já que existiam necessidades domésticas mais prementes. Para sustentar o emprego, era necessário dar impulso a numerosos projetos de obras públicas, que absorveriam grande parte do crédito local. Adicionalmente, em 1930 fundou-se a nova Corporación de Salitre de Chile (Cosach), para a compra e venda de nitratos, com a finalidade de estabilizar os preços. A preservação de certa estabilidade dos preços e a sustentação do emprego doméstico tinham clara prioridade sobre os reclamos dos distantes detentores de títulos. Em meados de 1931, o governo chileno decidiu que a difícil situação das finanças públicas requeria suspender o serviço de sua dívida externa.

A economia do Peru também foi impactada pela queda dos preços das matérias-primas. O valor em dólar das exportações peruanas decresceu de cerca de 72% entre 1929 e 1932, o que se deveu, em boa parte, ao fechamento dos mercados do cobre na maioria dos países industriais em razão de medidas tomadas pelos Estados Unidos, assim como Reino Unido e França. O protecionismo das potências industriais teve impacto negativo nas economias latino-americanas. Até 1930, o serviço da dívida peruana absorvia uma terça parte do valor total das exportações. A carga era tão pesada que ficou claro que o governo logo teria de deixar de satisfazer os banqueiros e os detentores estrangeiros de títulos. Assim, as autoridades peruanas abandonaram o padrão ouro, estabeleceram rigorosos controles de câmbio e desvalorizaram a

moeda nacional, um conjunto de medidas que foi, pouco depois, seguido da suspensão do serviço da dívida. Como observam Rosemary Thorp e Carlos Londoño (1984:95), essa decisão era inevitável:

É importante levar em conta que a desvalorização e a suspensão de pagamentos estavam estreitamente entrelaçadas. Uma vez que se produziu a desvalorização, a incidência do serviço da dívida externa sobre as receitas internas em moeda nacional tornou-se tão pesada que houve forte incentivo para a suspensão de pagamentos...

Os efeitos da depressão econômica, todavia, não se limitaram às nações andinas. O comércio da América Latina decain aos níveis prevalentes em princípios do século. Poucos governos podiam observar tais ocorrências sem apreensão. A derrocada do comércio e, a seguir, as crises bancárias de 1931 tornaram inevitável o abandono do padrão ouro, assim como as moratórias de dívidas em boa parte dos países da região.

Em 1932, o maior devedor latino-americano, o Brasil, anunciou uma suspensão parcial de seus pagamentos internacionais. O governo brasileiro prometeu pagar aos credores com bônus provisionais em vez de ouro, mas indicou que tomaria às medidas necessárias para renovar o serviço em divisas fortes assim que possível. Tais promessas não eram infundadas, mas a crise financeira no Brasil e no resto da América Latina tendeu a aprofundar-se de maneira irrevogável. Ademais, acompanhou-a uma crise política e uma mudança de regime. Em fins de outubro de 1930, Getúlio Vargas, ex-governador do Rio Grande do Sul, assumiu o poder como chefe de Estado (cargo que ocuparia sem interrupção até 1945). A administração de Vargas pôde aproveitar a situação para estabelecer medidas contracíclicas em defesa da economia do café e, ao mesmo tempo, impulsionar a indústria. Por volta de 1940, o Brasil já contava com o aparelho industrial mais dinâmico e importante da América Latina.

No caso do México, o impacto da crise no plano financeiro não foi tão intenso, talvez porque já se tinham suspenso os pagamentos da dívida externa em 1914, durante a revolução mexicana. As negociações com os ban-

queiros internacionais para a renovação dos pagamentos atravessaram o decênio de 1920, porém sem avanços significativos. Quando eclodiu a crise em 1929, as finanças públicas já se haviam estabilizado, o que deu certo fôlego ao governo mexicano durante a Grande Depressão e, a partir de 1932, deu impulso a uma expansão industrial e agrícola bastante duradoura. De acordo com o historiador econômico Enrique Cárdenas, o crescimento econômico mexicano sustentou-se de 1933 em diante, e assentaria as bases para a modernização posterior.

Algumas das menores repúblicas latino-americanas conseguiram evitar a suspensão de pagamento de suas dívidas, mas a maioria das nações maiores não teve igual sorte. A única exceção entre estas últimas foi a Argentina, que manteve o pagamento dos juros e da amortização sobre o conjunto de suas dívidas a partir da assinatura do pacto Roca-Runciman com a Inglaterra em 1933. O comércio exterior recuperou-se notavelmente e o governo pôde continuar cobrindo o serviço da dívida sem interrupção, até a sua liquidação total em 1947, sob o governo de Juan Domingo Perón.

Em suma, ao longo da década de 1930 e boa parte da seguinte, todos os governos latino-americanos estiveram envolvidos nos completos reajustes das vultosas dívidas que haviam contratado com os banqueiros e os investidores norte-americanos e europeus. Porém é certo que, ao congelar unilateralmente o serviço sobre suas obrigações financeiras externas, um importante número de repúblicas pôde atenuar o impacto da crise financeira e comercial internacional originada em 1929. Nesse sentido, as moratórias oxigenaram a maioria das economias latino-americanas e contribuíram, de forma indireta, para um crescimento econômico significativo durante os anos que precederam a Segunda Guerra Mundial.

TABELA 2
Dívidas externas latino-americanas e moratórias, 1930-45

Argentina	Não suspendeu pagamentos	864	Paga o serviço da dívida com regularidade até 1946, quando foi liquidada
Bolívia	Janeiro de 1931	63	Em moratória até negociações para cancelar juros atrasados, em 1948
Brasil	Outubro de 1931 (default parcial)	1.239	Renegociações em 1933, 1940 e 1943. Ao final, redução de 50% do valor nominal
Chile	Julho de 1931	343	Serviço da dívida renovado durante vários anos. Acordo final em 1948
Colômbia	Fevereiro de 1932 (default parcial)	164	Pagamentos parciais até 1935, quando entrou em moratória total. Renegociações para redução dos juros em 1940, 1942, 1944 e 1949
Ecuador	Julho de 1931	23	Dívida em moratória até meados dos anos 1950
México	Agosto de 1914	684	Renegociação da dívida em 1930, mas o acordo não é cumprido. Acerto final em 1946, de bônus da dívida externa e da Ferrocarriles Nacionales, com redução de 80% do montante
Peru	Maior de 1931	114	Em 1934-37 renova-se parte do serviço. Em 1947 o Peru oferece acordo com serviço reduzido. Acordo final em 1951
Venezuela	Não suspendeu pagamentos	—	Já tinha quitado sua dívida externa em 1933

* Dívida externa de longo prazo, em bilhões.
Fonte: Marichal (1989, tabela VIII, p. 212-213).