

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**RAZÕES E IMPACTOS DA PERSISTÊNCIA E  
POSTERIOR ABANDONO DO PADRÃO OURO NA  
DÉCADA DE 1930**

CRISTINA VIEGAS  
Matrícula nº:101111075

ORIENTADOR: Prof. Fernando Carlos G. de Cerqueira Lima

OUTUBRO 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**RAZÕES E IMPACTOS DA PERSISTÊNCIA E  
POSTERIOR ABANDONO DO PADRÃO OURO NA  
DÉCADA DE 1930**

---

CRISTINA VIEGAS  
Matrícula nº: 101111075

ORIENTADOR: Prof. Fernando Carlos G. de Cerqueira Lima

OUTUBRO 2011

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora.*

Dedico este trabalho ao Meu Pai, José Teixeira Viegas, que tanto contribuiu para minha formação.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao Meu Amigo e Professor Fernando Carlos G. de Cerqueira Lima por seu apoio durante a minha Graduação, com a sua sabedoria, conhecimento e amizade.

## **RESUMO**

Este trabalho busca analisar e comparar três diferentes visões sobre as razões e as conseqüências para a economia dos países centrais da manutenção e o posterior abandono do padrão ouro nos anos que se seguiram à crise de 1929. Em contraposição à interpretação Clássica oferecida por Milton Friedman & Anna Schwartz, segundo a qual a Grande Depressão teria sido conseqüência de decisões equivocadas do Federal Reserve, esta monografia destaca questões de política doméstica – no sentido amplo – e de falta de cooperação internacional enfatizadas respectivamente por Barry Eichengreen, Peter Temin e Charles P. Kindleberger.

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO I - O PADRÃO OURO.....</b>	<b>9</b>
<b>I.1 - REGRAS, DEFINIÇÕES E CONCEITOS BÁSICOS.....</b>	<b>9</b>
<i>I.1.1 - Outras Considerações.....</i>	<i>16</i>
<b>CAPÍTULO II - A Crise de 1929 e a Grande Depressão.....</b>	<b>17</b>
<i>II.1 - A Visão Monetarista: a tese de Milton Friedman &amp; Anna Schwartz.....</i>	<i>21</i>
<b>CAPÍTULO III - AS CAMBIANTES CIRCUNSTÂNCIAS POLÍTICAS DE ACORDO COM PETER TEMIN &amp; BARRY EICHENGREEN.....</b>	<b>25</b>
<i>III.1 - A Visão de Peter Temin.....</i>	<i>25</i>
<i>III.2 - A Visão de Eichengreen.....</i>	<i>28</i>
<b>CAPÍTULO IV - O ENFOQUE INTERNACIONAL: A VISÃO DE CHARLES P. KINDLEBERGER... </b>	<b>41</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>48</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>51</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>55</b>

## INTRODUÇÃO

O debate em torno dos motivos que levaram o mundo à Grande Depressão e sua ligação com a Crise de 1929 teve seu interesse renovado em função da Crise Financeira iniciada em 2007-2008. Esta monografia pretende, a partir de uma revisão bibliográfica, analisar as restrições impostas aos formuladores de política-econômica pelo sistema monetário então vigente – o padrão-ouro – assim como as razões para o seu abandono na medida em que a crise se aprofundava. Este trabalho concentra-se especificamente nas contribuições de Peter Temin, Barry Eichengreen e Charles Kindleberger, que destacam os determinantes políticos, tanto no âmbito nacional como internacional, do padrão-ouro. As interpretações destes autores contrastam com a tradicional tese de Milton Friedman & Anna Schwartz que atribui a gravidade da crise da década de 1930 a erros do banco central americano na condução da política monetária.

Para tanto, este trabalho está dividido em quatro capítulos. O primeiro apresenta as principais características do padrão ouro em suas duas aparições históricas – antes e após a Primeira Guerra Mundial –, suas regras e mecanismos de ajuste. O capítulo 2 resume a tese de Friedman & Schwartz sobre as causas da Grande Depressão. Os dois capítulos seguintes são dedicados, respectivamente, à discussão sobre as visões Temin, Eichengreen e Kindleberger respectivamente. A última seção conclui, alinhavando o pensamento dos três autores em torno do tema proposto, fazendo um contraponto entre as visões ortodoxas e heterodoxas das crises.



## CAPÍTULO I – O PADRÃO OURO

*“A expressão ‘padrão-ouro’ é, em si mesma, uma falácia, uma das mais caras que já iludiu o mundo. O engano está em que ela sugere existir um, e apenas um, determinado padrão ouro. Assumir que sejam idênticos padrões monetários amplamente divergentes, todos sob um rótulo comum – o padrão ouro -, levou, recentemente o mundo à beira da ruína.” (Sir C. M. Webb, *The Rise and Fall of the Gold Standard*, APUD EICHENGREEN, B. 2000, p.75)*

### ***1.1 – Regras, Definições e Conceitos Básicos***

O Padrão Ouro foi um regime monetário internacional no qual os países participantes fixavam o preço das suas moedas domésticas em termos de uma quantidade específica do metal (BORDO, 1981). Os países fixavam os preços das suas moedas com o objetivo de comprarem ou venderem ouro à um preço fixo e pré-determinado. Entre 1821-1914, a Grã-Bretanha fixou o preço do ouro em £3, 17s, 10 1/2d e os Estados Unidos fixaram o preço do dólar em \$20.67 a onça do metal entre 1834-1933. Sendo assim, a taxa de câmbio entre o dólar e a libra esterlina podia ser facilmente determinada em \$4,867.

Sua primeira fase, o Padrão Ouro Clássico, iniciou-se no último quartel século XIX e estendeu-se até a Primeira Guerra Mundial. A partir de 1870 foi adotado internacionalmente por diversos países<sup>1</sup>, após a Grã-Bretanha ter se tornado monometálica em 1816 e retornado à conversibilidade de fato em 1821 (MEISSNER, 2002). A importância comercial e financeira da Inglaterra, assim como a existência de instituições financeiras maduras naquele país, permitiram que o mesmo passasse a ter enorme influência sobre as outras nações. Em 1867 durante a Conferência Monetária Internacional em Paris a hegemonia britânica se fez presente e o ouro foi definitivamente adotado como sistema monetário internacional. Como a industrialização havia transformado a Grã-Bretanha na maior potência do mundo e na principal fonte de financiamentos externos, os outros países decidiram seguir o seu exemplo e dela importar capitais necessários ao seu próprio desenvolvimento (EICHENGREEN, 2000).

A primeira fase foi extinta em 1914 com o advento da Primeira Guerra Mundial. A sua segunda fase, denominada de padrão ouro-divisas, vigorou entre 1925 e 1931. Durante a

---

<sup>1</sup> No Anexo I encontra-se uma Tabela Indicativa do ano aproximado em que os diversos países adotaram o padrão ouro.

primeira fase do regime, houve rápido crescimento econômico, livre mobilidade de capital e trabalho, um comércio internacional relativamente livre, estabilidade de preços e a garantia da paz mundial (BORDO, 1981). Durante a sua segunda fase, os países poderiam ter como reservas internacionais o ouro, o dólar e a libra. Apenas os Estados-Unidos e a Inglaterra mantiveram suas reservas exclusivamente em ouro e por este motivo, uma grande maioria dos países realizava políticas de esterilização para poderem proteger suas próprias ofertas monetárias.

O padrão ouro funcionava da seguinte forma: sempre que houvesse um desequilíbrio nos níveis de preços entre os países, haveria um ajuste automático através dos respectivos balanços de pagamentos que obedeceria ao *modelo de fluxo de moedas metálicas* (EICHENGREEN, 2000). Uma melhoria tecnológica em determinado país por exemplo, poderia reduzir o nível de preços internos. Tal redução de preços internos acarretaria uma redução de preços em seus produtos direcionados à exportação e as importações ficariam relativamente mais caras face às exportações. O país em questão, passaria a registrar superávits comerciais em seu balanço de pagamentos e receberia um influxo de ouro que incrementaria a sua base monetária. Os preços domésticos por sua vez tenderiam a subir e o distúrbio inicial no nível de preços seria ajustado (BORDO, 1981). O ajuste automático no balanço de pagamentos garantia a estabilidade do nível de preços à longo prazo para toda a economia e o ajustamento dos preços relativos eliminaria os desequilíbrios comerciais. Os países superavitários importavam ouro dos deficitários (pois a elevação da oferta interna de moeda resultava em aumento de preços e na perda de competitividade) e os deficitários exportavam ouro.

De acordo com este sistema, os bancos centrais durante o padrão ouro clássico (em especial o Banco Central da Inglaterra) deveriam atuar de forma discricionária para poderem garantir o funcionamento do mecanismo de ajuste automático. Os bancos centrais deveriam seguir “as regras do jogo” do sistema utilizando a *taxa de redesconto* (EICHENGREEN, 2000) como instrumento de política monetária. Alterações nas taxas de redesconto por parte dos bancos centrais impactavam no volume de crédito doméstico e o equilíbrio no balanço de pagamentos poderia ser alcançado sem que isto significasse transferências físicas do metal. Países deficitários elevavam suas taxas de redesconto para frearem a economia (redução no nível de gastos) e provocar uma queda do nível de preços. A elevação dos juros na economia também prevenia novas fugas de capitais (reservas em ouro) assim como atraíam fundos do exterior (BORDO, 1981).

Outro instrumento financeiro com a mesma finalidade eram as políticas de esterilização dos fluxos de ouro que objetivavam neutralizar os impactos dos fluxos sobre o nível de oferta monetária doméstica. Tal política era implementada por operações no mercado aberto ou através da venda de bônus pertencente ao portfólio do próprio banco central. Durante a primeira fase do regime, apenas o Banco Central da Inglaterra realizava operações no mercado aberto, seguido pelo *Reichsbank* alemão. Além disso, bancos centrais também poderiam intervir no mercado de câmbio ou estimular que um banco secundário adotasse tal política em Londres ou Nova York comprando moedas domésticas com libras ou dólares sempre que a taxa de câmbio caísse (EICHENGREEN, 2000).

Sendo assim, sempre que um país estivesse registrando um déficit em seu balanço de pagamentos, as “regras do jogo” do sistema obrigavam o país à deflacionar sua economia até que o poder-de-compra fosse restaurado na paridade cambial fixa pré-determinada. Cada país sempre adotava as suas políticas como o intuito de economizar suas próprias reservas em ouro e proteger a economia doméstica de distúrbios externos (BORDO, 1981). À medida que o sistema evoluiu, as nações passaram à desenvolver substitutos diretos para a *commodity* como o próprio papel-moeda emitido pelo governo e a moeda fiduciária privada (notas bancárias e depósitos bancários respectivamente).

Enquanto os governos mantivessem uma razão fixa entre suas notas em relação ao estoque de ouro e os bancos comerciais fizessem o mesmo com as suas obrigações, o padrão ouro era satisfatoriamente sustentado. Significava também, que uma unidade em ouro era capaz de lastrear um número múltiplo de unidades de moeda doméstica e no curto prazo, os fluxos em ouro passavam a ter uma enorme influência sobre a oferta monetária, o nível de gastos e o nível de preços (BORDO, 1981).

Também cabe ressaltar que embora as “regras do jogo” existissem, elas não eram um rígido código de conduta imposto aos bancos centrais. Outros fatores além do equilíbrio do balanço de pagamentos (a taxa de lucratividade por exemplo), influenciavam o nível da taxa de redesconto fixada pelos bancos centrais (EICHENGREEN, 2000). Por que muitos dos bancos centrais eram instituições privadas, se eles decidissem fixar sua taxa de desconto acima da taxa de desconto do mercado eles inevitavelmente perderiam clientes.

Para adotar o padrão ouro, os países precisavam estar com as finanças equilibradas assim como apresentarem um sistema bancário bastante sólido (EICHEBGREEN,2000). O que mais impressiona os historiadores da atualidade acerca do regime monetário do ouro

durante o período foi a incrível estabilidade atingida pelo mesmo e sua permanência em conjunto com as diversas inovações de produtos financeiros que surgiram no período, como a emissão de notas bancárias, as dívidas e obrigações assumidas com os bancos (processo de intermediação financeira), os cheques e outras formas de moeda fiduciária que deveriam ter se sobreposto à antiga *commodity* que circulava desde os primórdios dos tempos (DAVIES, 2002). O padrão monetário inglês tornou-se o padrão monetário internacional das principais potências comerciais da época que desejavam prosperar como o maior centro financeiro do mundo havia feito.

As externalidades em rede<sup>2</sup>, que operavam pelos canais do comércio internacional ajudam a explicar a proliferação da adoção do padrão ouro. Quanto mais elevada fosse a razão entre as trocas mundiais relativas ao seu produto interno bruto<sup>3</sup>, mais cedo os países passavam a aderir ao regime. Todavia, a ausência de lastro protelava a adoção por parte dos países e as nações aderiam ao padrão ouro para reduzirem seus custos de transação no mercado internacional de capitais. De fato, o regime incrementou o comércio bilateral em 30% entre 1870 e 1910<sup>4</sup>.

No início do Séc. XX, a operacionalidade do padrão ouro havia atingido o seu clímax. Tornou-se um ideal perseguido pelos países até o advento da Segunda Guerra Mundial; todos os governos e seus respectivos governantes atrelavam a *commodity* à uma perfeita âncora estabilizadora de preços; imune às flutuações conjunturais, econômicas e financeiras da época. Todavia, embora o ouro resplandecesse estabilidade econômica, o século XX acabou na verdade por vivenciar níveis inflacionários e deflacionários nunca antes vividos (DAVIES, 2002).

A gestão monetária dos governos durante o século XX não era simplesmente uma gestão atrelada à existência física do metal. Por esta e outras razões, em 1930 o mundo vivenciou uma escassez monetária fruto de uma gestão monetária ineficiente por parte dos governos, contribuindo assim para a mais severa de todas as depressões econômicas.

Em contraste, durante a primeira fase do regime, os bancos a convertiam as notas bancárias por eles emitidas em ouro físico (ou prata) sempre que demandado pelos clientes; a ausência de lastro desestabilizava o sistema (EICHENGREEN, 2000) mas sem significar

---

<sup>2</sup> Externalidades de Rede: conceito econômico ligado à economia da inovação. Significa que a utilidade de um produto aumenta à medida que o número de usuários aumenta.

<sup>3</sup> O Anexo II apresenta um resumo da composição comercial das principais potências econômicas da época.

<sup>4</sup> Para uma visão ampla acerca da origem e disseminação do Padrão-Ouro, ver Meissner, 2002.

perda de credibilidade ou confiança em determinada moeda. Já a política financeira do século XX excedeu todos os limites em relação à criação de meio circulante de forma que uma âncora monetária passou a ser novamente perseguida no final do século. A própria Inglaterra, uma nação politicamente moderada, oscilou entre a estabilidade dos preços à deflação com elevados níveis de desemprego, e depois à inflação com pleno-emprego e novamente desemprego (DAVIES, 2002). As condições políticas e econômicas do século XX foram demasiadamente diferenciadas em contraste às do século anterior.

Diversas teorias econômicas acompanharam as oscilações econômicas dos ingleses e do mundo em contrapartida, em busca de explicações adequadas ou soluções palusíveis em relação aos desequilíbrios vividos. Entre as teorias estão o classicismo, ditado pela Lei de Say na qual a oferta “cria” a sua própria demanda, o keynesianismo (através do princípio da demanda efetiva) e as teorias monetaristas; a visão mais tradicional acerca da Grande Depressão encontra-se sobre o enfoque monetarista.

Tendo a Inglaterra como potência hegemônica desde meados do século XIX até a Primeira Guerra Mundial, o sistema conseguiu estabilidade e funcionalidade. Em alguns países periféricos (CATÃO & SOLOMOU, 2003), ele não foi adotado por se achar que a presença dos mesmos aliado aos seus problemas de financiamento, ausência de instituições adequadas e desequilíbrios nos seus balanços de pagamentos desestabilizariam o sistema. Dessa forma, a circulação de papéis-moeda nestes países foi feita pelo chamado sistema de “curso forçado”.

Já durante a Primeira Guerra Mundial, a maioria dos países abandonou o padrão ouro devido às expansões monetárias e fiscais realizadas por eles durante o conflito e que terminaram por desequilibrar enormemente o comércio internacional (EICHENGREEN, 2000). A base de arrecadação fiscal da Grã-Bretanha por exemplo, sofreu um forte incremento e tornou-se mais progressiva em virtude das despesas militares provenientes do conflito; uma tentativa do governo em reaver as despesas oriundas do conflito. Mas a dívida interna britânica havia aumentado mais de dez vezes nos primeiros quatro anos após a guerra. Em 1920, ela estava em £7,830 milhões (DAVIES,2002), sendo que 15,7% do total era proveniente das operações com o mercado externo. Apenas 4% da dívida fora financiada à longo prazo enquanto 63,9% tinham prazos de maturação distintos; em sua maioria, o médio prazo (DAVIES, 2002).

Sendo assim, a composição e a estrutura do endividamento assumido pelos ingleses foi bastante prejudicial para a recuperação da economia durante o período entre-guerras. A capacidade de financiamento do país através da sua política fiscal e a obtenção de empréstimos internacionais, mostrou-se bastante comprometida. De acordo com Keynes, o país havia aplicado de maneira equivocada a própria Teoria Quantitativa da Moeda. Ele mesmo havia advertido os líderes da época que a Inglaterra não seria mais capaz de suportar o nível de despesas e endividamento assumidos pelo país. A primeira reação financeira à eclosão da Primeira Guerra, fora uma série de crises bancárias em toda a Europa. Todavia, a Grã-Bretanha foi capaz de superar a crise que poderia ter atingido o sustentáculo das suas instituições financeiras (DAVIES, 2002).

Durante a segunda fase do regime, as autoridades passaram à temer uma escassez mundial do metal. Houve um incremento na demanda por dinheiro em espécie e fiduciário em decorrência do processo inflacionário e do crescimento da economia mundial (BORDO, 1981). Sendo assim:

*“O desejo de concentrar o ouro nos bancos centrais e de suplementá-lo com moeda estrangeira refletia os temores de uma escassez mundial do metal. A demanda por dinheiro em espécie e fiduciário tinha registrado um aumento em decorrência da alta dos preços e do crescimento da economia mundial. Os estoques de ouro, enquanto isso, haviam registrado um aumento muito pequeno. Os formuladores de políticas receavam que essa ‘escassez de ouro’ impedisse a expansão dos meios de pagamento e que o aperto financeiro reduzisse a taxa de crescimento econômico.”* (EICHENGREEN, 2000, p.95).

Os bancos centrais não podiam isoladamente fazer um aumento do uso das suas reservas cambiais para contornar o problema pois o país que adotasse tal política poderia ser vítima de especuladores que inevitavelmente iriam vender a moeda mais fraca em troca de outra relativamente mais forte (unicamente lastreada em ouro). Somente se existisse uma coordenação internacional entre todos os países, esta política poderia ter sido implementada. Dado que na década de 20, não houve uma comunicação e nem uma cooperação entre os países, a coordenação internacional das políticas macroeconômicas não foi possível.

O padrão buscava sempre uma situação de equilíbrio internacional, de modo que cada país mantivesse uma base monetária consistente com a paridade cambial. Dessa forma, suas balanças comerciais permaneceriam sempre equilibradas. Acreditava-se também que um regime monetário devidamente coordenado impactaria positivamente sobre aqueles países que o aderissem (CATÃO & SALOMOU, 2003).

Na sua segunda fase (o período entre-guerras), o sistema consistiu na adoção por parte das instituições financeiras de cada país de um preço fixo de suas moedas em relação ao ouro e da conversibilidade ouro-dólar. Dessa forma, as autoridades deveriam exigir dos bancos e demais instituições monetárias, que negociassem seus passivos respeitando esse preço fixo em relação ao ouro como forma de manter a estabilidade monetária. Internacionalmente, o padrão foi adotado como um regime de câmbio fixo por praticamente todos os grandes países comerciais. Assim como na primeira fase, cada país se comprometia a fixar o valor da sua moeda em relação à uma quantidade específica de ouro, realizando políticas monetárias de compra e venda do metal de modo a preservar a paridade definida (EICHENGREEN, 2000).

A restauração da conversibilidade, em 1925, resultou em uma má distribuição das reservas de ouro pelo mundo. Isto ocorreu porque a libra esterlina, recuperou sua conversibilidade através de uma paridade supervalorizada, ao passo que o Franco francês retornou ao ouro com uma paridade subvalorizada (BORDO, CHOUDRI & SWHARTZ, 1999). Além disso, as necessidades domésticas fizeram com que as políticas de esterilização dos fluxos de ouro fossem adotadas com mais frequência durante a segunda fase de regime do que durante a primeira. As políticas de esterilização, por sua vez, implicaram em uma redução da disponibilidade de ouro assim como intensificaram o viés deflacionista do sistema.

A França, por manter uma paridade desvalorizada, absorvia grande parte das reservas em ouro e os Estados Unidos à esta altura já eram o maior detentor de reservas. Entre os anos 1920-1930, o FED realizou intensas políticas de esterilização e em Junho de 1928 tinha em seu poder 38.3% do estoque ao passo que a França tinha 11.7%. Em Junho de 1931 as parcelas eram de 40.8% e 19.6% respectivamente (BORDO, CHOUDRI & SWHARTZ, 1999).

O padrão ouro foi extinto em face dos choques advindos da Grande Depressão: contração monetária imposta pelo FED em Junho de 1928 com o objetivo de inibir o aquecido mercado de ações norte-americanos e as políticas de esterilização massiças francesas. Em seguida, um série de crises bancárias nos Estados Unidos propagaram o viés deflacionista por todo o sistema e para conseguirem atrair ouro, os bancos centrais elevavam suas taxas de juros isoladamente numa espécie de política “empobreça o próximo” (KINDLEBERGER, 1986).

### **I.1.1 – Outras Considerações**

Pertencer ao bloco do ouro era visto com bons olhos perante a comunidade internacional; tal adesão significava credibilidade. Aderir ao ouro era sinônimo de estabilidade cambial e de preços além do comprometimento em retornar à paridade na eventualidade de um choque econômico mundial que ameaçasse a conversibilidade (como por exemplo, a própria Primeira Guerra Mundial). O regime era o melhor antídoto contra uma eventual instabilidade macroeconômica. Os líderes políticos identificavam o padrão ouro como a instituição monetária mais adequada para os países desenvolvidas. Pertencer ao bloco, também significava ser desenvolvido ou o melhor meio para atingir tal fim. Não pertencer, era visto como atraso econômico (MEISSNER, 2002).

A ideologia do padrão inundou as mentes dos principais líderes e permaneceu arraigada em seus modos de pensar e agir durante grande parte do século XX, tornando-os irredutíveis em relação à manutenção do sistema mesmo sabendo que o padrão ouro-câmbio era distinto em sua própria concepção do padrão ouro clássico (TEMIN, 1997). Os aspectos políticos passaram a preponderar sobre os aspectos econômicos. Mais precisamente, até a Segunda Guerra Mundial, o ouro era a ideologia dominante.

Como instituição característica de um momento histórico, o regime permitia aos bancos centrais protelar suas intervenções nos mercados sem sofrerem perdas de reservas alarmantes. Por sua vez, isto neutralizava o impacto dos fluxos das reservas sobre os níveis de produção e emprego domésticos (EICHENGRREN, 2000). Conforme mencionado acima, os bancos centrais gozavam de credibilidade constante. Sendo assim, a sobrevivência da mesma dependia da colaboração entre os banqueiros centrais e os governos, respectivamente. Todavia, o crescimento das tensões militares entre Alemanha, França e Grã-Bretanha depois da partilha do continente africano minaram a solidariedade na qual a cooperação financeira se baseava e o resultado foi a Primeira Guerra Mundial.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Este resumo de Crise está baseado em Davies, 2002.



## CAPÍTULO II - A CRISE DE 1929 E A GRANDE DEPRESSÃO

A crise de 1929 foi uma queda drástica na produção da economia industrial que atingiu quase todo o mundo inteiro com exceção da União Soviética e do Japão (Gazier, 2009). A queda na produção industrial ocorreu nos Estados Unidos ao longo do ano de 1929 mas a Grande Depressão foi datada apenas em 24 de Outubro de 1929 após o *crash* no mercado de ações norte-americano. Após os ataques especulativos ao mercado de capitais norte-americano, a Bolsa de Nova York passou a refletir a queda do nível de atividade econômica do mundo inteiro. A crise de 1929 teve elementos e significados políticos, psicológicos, sociais e culturais... Houve uma queda generalizada no nível de produção, preços, dismantelamento do comércio internacional, falências, bancarrotas, desemprego em massa, fome e suicídios.

*“A amplitude da especulação não deixa dúvidas. Ela exercia uma forte pressão sobre o sistema financeiro internacional, de maneira considerável em Londres, atraindo para Nova York os capitais estrangeiros que serviam para comprar diretamente ações ou financiar as sociedades de investimento ou os ‘call loans’<sup>6</sup>.”* (GAZIER, 2009, p. 28).

A queda das cotações no mercado acionário colocou em dificuldades os bancos e os especuladores porque o mecanismo de *call loans* só funcionava bem quando o preço das ações estava em alta. Cada país, reagiu diferentemente à crise, e o episódio americano não passou de um caso particular pois a depressão, de origem internacional, logo se transformou em um episódio mundial. Os sinais quantitativos da crise chegaram em Outubro de 1929 quando 16 milhões de ações foram vendidas; a baixa das cotações foi tão dramática que anulou de uma só vez as rápidas elevações dos últimos doze meses daquele mesmo ano.

Pesquisas recentes têm apontado o padrão ouro como o grande responsável pela Crise de 1929 e a posterior Grande Depressão (BERNANKE & JAMES, 1991, p.33). Peter Temin, por exemplo, argumenta que falhas estruturais do regime monetário do período entre-guerras em conjunto com as políticas adotadas tornaram praticamente inevitáveis a deflação e a

---

<sup>6</sup> A prática de ‘Call Loans’ permitia especular sobre ações pagando apenas 10% do seu respectivo valor.

contração monetária internacional. Barry Eichengreen, por sua vez, apresentou evidências de que os países que abandonaram o padrão ouro e as políticas monetárias contracionistas, se recuperaram mais rapidamente da Grande Depressão do que os países que permaneceram.

A estarrecedora deflação do período sugere fortemente que as causas da Grande Depressão residam em aspectos monetários e na capacidade do sistema em transmitir choques contracionistas. Afinal, a economia produtiva fora colocada em segundo plano em contraste com os ditames do padrão ouro que vinham sempre em primeiro lugar (DAVIES, 2002). Já Kindleberger, acredita que as origens da Depressão residam em fatores internacionais e não domésticos (como nos Estados Unidos ou na Europa isoladamente).

Segundo o autor, a Depressão está intimamente ligada aos preços das *commodities* e às taxas de câmbio (a volatilidade cambial). Afinal, após a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos além de se tornarem o grande celeiro agrícola e industrial, tornaram-se também a maior nação credora do mundo (CRABBE, 1989).

Existe, de fato, uma elevada correlação entre deflação e depressão de acordo com os autores acima (BERNANKE & JAMES, 1991, p.33). E é esse o ponto focal da análise proposta. A influência dos salários reais e das taxas de juros não pode e nem deve ser deixada de lado. Todavia, é de fundamental importância entender o efeito destrutivo da deflação sobre todo o sistema financeiro. Afinal, é possível que a *performance* da economia seja prejudicada caso o sistema bancário não seja suficientemente robusto e fortalecido; as crises bancárias e financeiras inserem-se neste contexto (BERNANKE & JAMES, 1991).

A deflação, bastante perniciosa para o lado real da economia através de um fenômeno conhecido como *Debt-Deflation*, defendida por Fisher, estabelece o seguinte: ao elevar substancialmente o valor nominal das dívidas, a *Debt Deflation* coloca os devedores em uma situação muito delicada. Os incentivos dos tomadores de crédito ficam distorcidos ao passo que a concessão de novos créditos torna-se inviável. Ou seja, as crises financeiras (em especial, as bancárias) passam a ter um impacto significativo no lado real da economia por causa da queda do nível de preços (EICHENGREEN, 2000). De acordo com Bernanke & James, as crises bancárias nos Estados Unidos intensificaram a propagação da deflação mundial ao longo dos Anos 30.

Segundo Fisher, a economia é composta por inúmeras variáveis (i.e., a quantidade de bens, o preço e o valor destes bens e etc.). Eventuais mudanças nas variáveis ocorrem

constantemente e podem ser causadas por inúmeros eventos distintos. Sendo assim, torna-se praticamente impossível que o sistema econômico permaneça em equilíbrio apenas através de ajustes na oferta e na demanda, respectivamente.

As variáveis que são efetivamente pertinentes ao sistema e que oscilam constantemente acima e abaixo do equilíbrio são: bens de capital (ouro, meio circulante, créditos e débitos, capacidade produtiva e etc.), a renda (renda real, volume de comércio e a compra e venda de ações, títulos e etc.) e os preços (preço das *commodities*, nível das taxas de juros e etc.). Para o autor, a *over-indebtedness* dos agentes e a deflação subsequente explicam a Teoria das Grandes Depressões tanto em períodos de crise como em períodos de ascensão.

Um elevado nível de endividamento dos agentes implica na liquidação econômica e financeira dos diversos tipos de ativos envolvidos, que estão ao alcance dos mesmos. Há também uma contração no nível de depósitos bancários e uma diminuição no nível de circulação da moeda. Isto, por sua vez, implica em uma queda do nível de preços. O volume de negócios transacionados também declina, o que pode levar à quebra generalizada dos bancos. Os níveis de produção declinam, o comércio e os níveis de emprego também. Entra em cena o pessimismo e a perda de confiança por parte dos agentes aumentando as corridas bancárias e intensificando a diminuição na velocidade de circulação da moeda. Todos os elementos acima combinados, resultam em distorções das taxas de juros; queda nominal e incremento real.

E de fato, foi exatamente isto que aconteceu entre 1929 e 1933. Em Março de 1933, as liquidações financeiras diminuíram o nível de endividamento em 20% (vinte por cento). Todavia, o dólar havia subido 75% (setenta e cinco por cento). Sendo assim, as dívidas reais (medidas em termos dos preços das *commodities*) aumentaram em aproximadamente 40% (quarenta por cento). Em Março de 1933 o então recém-eleito Presidente dos Estados Unidos Franklin D. Roosevelt declarou feriado bancário a nível nacional para que o sistema bancário norte-americano fosse submetido à uma reforma e o país ficou aproximadamente dez dias sem o funcionamento de seus bancos (DAVIES, 2002). A reforma fora necessária e essencial para que não houvesse mais nenhuma falência bancária no país.

Tal política, mostrou-se bastante eficaz pois ao longo dos anos trinta, o número de bancos falidos nos primeiros quatro anos de crise foram de 2.200 (dois mil de duzentos), e após a reforma foram registradas apenas 45 (quarenta e cinco) falências ao ano em média (DAVIES, 2002). Além disso, uma política voltada para o fomento da indústria e da

agricultura necessitava de um sistema bancário bastante sólido para que os negócios fossem alavancados e a confiança na economia norte-americana retomada. Em 1932, o Presidente Hoover criou uma agência chamada *Reconstruction Finance Corporation* com o objetivo de prover financeiramente as instituições financeiras em dificuldades assim como amparar a agricultura, o comércio e a indústria. O antídoto norte-americano para solucionar a crise, foram as políticas de cunho Keynesiano que almejavam deter a promoção e expansão do crédito especulativo assim como reviver o lado real da economia; além disso, o preço do ouro em dólar tornou-se mais caro durante o período.

O padrão ouro estava sendo colocado à prova desde 1927. Porém, apenas no Outono de 1931, a Grã-Bretanha suspendeu definitivamente a sua conversibilidade. A perda de capital pelos ingleses fluiu em sentido à economia francesa e naquele momento histórico específico houve uma tentativa por parte de banco central norte-americano em socorrer a economia inglesa através da redução na sua taxa de redesconto. A quebra do banco austríaco, o *Creditanstalt* no mesmo ano, gerou uma crise interna alemã. Um ataque especulativo à libra em 1931 (dado os problemas em seu balanço de pagamentos) obrigaram os ingleses à suspenderem a conversibilidade. (BORDO, CHOUDRI & SWHARTZ, 1999). A pressão francesa em seguida, fez com que o FED elevasse a sua taxa de redesconto em dois pontos percentuais.

Em Julho de 1932, o banco central norte-americano adquiriu \$1bilhão em bônus governamentais. Todavia, a política não teve continuidade dada a preocupação das autoridades monetárias em relação à quantidade de ouro disponível. Em Março de 1933, houve um feriado bancário em virtude das crises bancários ao redor dos Estados Unidos. A política monetária expansionista norte-americana, de fato desencadeou uma onda de eventos especulativos sobre a moeda americana (EICHENGREEN, 2000) e agravou a situação econômica mundial ao invés de atenuar a situação.

Dada as diferentes interpretações acerca da origem e disseminação da crise de 1929 e a posterior Grande Depressão, os capítulos a seguir apresentam uma resenha bibliográfica acerca da visão monetarista, a visão “nacionalista” de Temin & Eichengreen e a visão internacionalista de Charles P. Kindleberger. Cada um com suas contribuições distintas acerca do tema em questão.

## **II.1 – A Visão Monetarista: a tese de Milton Friedman<sup>7</sup> & Anna Swartz**

A visão tradicional acerca da Grande Depressão é a defendida por Milton Friedman e Anna Swartz. Ela é uma visão contrária às visões de Temin, Kindleberger, Eichengreen e keynesiana respectivamente acerca da crise nos anos 30. Segundo esta visão, tudo não passou de um grande “mal-entendido” e a recessão norte-americana tornou-se uma Grande Depressão pois o Banco Central americano falhou em não ter promovido uma política monetária expansionista para auxiliar na recuperação econômica do país. Caso o FED tivesse implementado tal política, teria certamente evitado a drástica contração monetária decorrente das crises e pânico bancários. Segundo os monetaristas, a política monetária norte-americana transformou uma simples recessão em uma catástrofe a nível mundial.

A visão monetarista, sustenta que os Estados Unidos eram “o único país cujo banco central possuía ouro suficiente para enfrentar seus problemas bancários e monetários sem colocar em risco a conversibilidade ao ouro.” (EICHENGREEN, 2000). Barry Eichengreen, por sua vez, diverge absolutamente em relação ao enfoque monetário acerca da Grande Depressão. Para Eichengreen, a função desempenhada pelos bancos centrais como um *lender of last resort* seria bastante contraproducente para o sistema e teria inevitavelmente forçado os Estados Unidos a suspenderem o padrão ouro.

*“ Na verdade, receio de que os bancos centrais poderiam estar dispostos a montar operações de socorro ao sistema bancário, ainda que para isso fosse necessário permitir uma desvalorização da moeda, provocou mais resgates de depósitos uma vez que os investidores procuravam evitar as perdas de capital decorrentes da desvalorização.”* (EICHENGREEN, 2000).

Todavia, os monetaristas acreditam que os choques monetários, produzidos em sua maioria por uma série de crises bancárias na verdade prolongaram e aumentaram a duração da Grande Depressão. A propagação internacional da depressão ocorreu por dois motivos básicos: a transmissão de choques adversos de um país ao outro através do sistema de taxas de câmbio fixo característico do padrão ouro e pela impossibilidade econômica e política dos

---

<sup>7</sup> Milton Friedman é economista, norte-americano e ganhador do prêmio Nobel de economia em 1976 e fundador da “escola monetarista”.

países em adotarem políticas monetárias expansionistas para contornarem tais choques. A visão monetarista explica como as crises bancárias nos Estados Unidos produziram a Grande Depressão.

Friedman e Swartz argumentam que os norte-americanos tinham um estoque em ouro elevado suficiente e que mesmo havendo perdas em ouro decorrentes de uma política monetária expansionista, o padrão ouro naquele país não estaria ameaçado. (BORDO, CHOUDRI & SWHARTZ, 1999). A onda de eventos especulativos sobre o dólar em Março de 1933 ocorreu em virtude de rumores sobre a intenção por parte do banco central em desvalorizar a moeda norte-americana; de fato, tal política tornou-se verdade. Portanto, ao contrário do que defende Eichengreen, para os monetaristas a especulação desestabilizadora que atingiu o dólar não foi causada pelas políticas monetárias expansionistas daquele país.

De acordo com a visão monetarista, ao longo dos anos 1930 e 1932, o estoque de ouro sofreu um incremento da ordem de \$1bilhão de dólares. Todavia, à medida que a deflação pressionava os estoques e a demanda pelo metal aumentava, a única saída em termos de política monetária foi a elevação das taxas de juros internas como tentativa de atrair mais ouro e proteger a própria economia doméstica da queda da atividade econômica mundial.

Friedman e Swartz argumentam que não existem constatações empíricas que comprovem a existência de uma crise cambial sobre a moeda norte-americana nem mesmo quando a Inglaterra suspendeu a conversibilidade em 1931. A interrupção das operações de mercado aberto pelo FED 1932 também não significou que o banco central estivesse preocupado com o nível das suas reservas em ouro; pelo contrário, significou apenas que as autoridades monetárias não acreditavam na eficácia de uma política monetária expansionista para melhorar o desempenho dos bancos ou da economia (BORDO, CHOUDRI & SWHARTZ, 1999). E embora as reservas em ouro tivessem declinado ao longo do mês de Junho de 1932, ao patamar de \$3.5bilhões elas ainda estavam acima da quantidade legalmente requerida pelo estatuto do padrão ouro.

Além disso, a perda em ouro por parte dos Estados Unidos também não significou em perda de confiança na economia pois as autoridades monetárias e não monetárias norte-americanas estavam à par do aumento de demanda por ouro que os países europeus estavam pleiteando. Seis semanas após a Inglaterra ter suspenso o padrão ouro, em Setembro de 1931, os credores europeus resgataram \$400 milhões em operações de curto prazo concedidas aos bancos americanos assim como o estoque monetário norte-americano declinou em \$450

milhões. Apesar de concomitantemente, França, Bélgica, Holanda e Suíça terem registrado um aumento equivalente no seu estoque de ouro, as perdas em ouro sofrida pelos americanos terminaram por ocorrer com o seu consentimento. E enquanto o país perdia reservas monetárias para os europeus, ele recebia ouro da Argentina, Canadá e Japão.

Os monetaristas rejeitam a hipótese defendida por Eichengreen pois ele não levou em consideração a operação do multiplicador bancário que por sua vez impactaria na oferta de moeda da economia norte-americana. Além disso, o FED poderia ter realizado sua política monetária expansionista sem nenhuma restrição pois o que era realmente relevante era a manutenção da paridade pré-determinada do regime monetário vigente. A política monetária expansionista não foi adotada simplesmente porque as autoridades falharam em não fazê-la e ao agirem assim não houve uma oferta monetária suficiente que permitisse o crescimento.

A explicação de Milton Friedman para a Grande Depressão está em oposição direta à explicação keynesiana, segundo a qual a economia funciona em termos de um circuito fechado que é justificado pela rigidez dos preços a curto prazo (GAZIER, 2009). Já a explicação monetarista, afirma que o equilíbrio é garantido pela flexibilidade dos preços, pelos mecanismos de mercado e pela não intervenção do poder público. Por esta razão, houve a insistência de uma política monetária contracionista dos Estados Unidos durante a depressão.

Os monetaristas rejeitam intervenções orçamentárias ou dirigistas pois insistem na necessária oferta regular de moeda, que por sua vez compete ao poder público e contribui para a estabilidade do crescimento econômico. O receituário monetarista é uma anti-política que se limita a formular uma regra, estabelecendo um limite às autoridades monetárias quando estas passam a determinar os estoques de moeda através das operações de mercado aberto ou através de uma política de desconto.

A explicação monetarista para esta postura inepta por parte dos Estados Unidos consiste em dois pontos fundamentais: a morte do então presidente do *Federal Reserve Bank* de Nova York em 1928 (Sr. Benjamin Strong), que exercia enorme influência sobre o *Federal Reserve System* e o receio de uma retomada inflacionária por parte da economia dado que as autoridades monetárias haviam praticado uma política monetária permissiva nos anos anteriores à crise. Acreditava-se que o processo recessivo deveria de fato se reequilibrar no curto prazo (dados que as recessões anteriores haviam se reabsorvido com rapidez) (GAZIER, 2009).

Em 1933, Friedman e Schwartz afirmaram que o nível demasiadamente baixo dos investimentos privados no país refletiram as políticas implementadas pelo Presidente Roosevelt que reduziram os lucros e regulamentou as iniciativas individuais. Eles apresentaram quatro erros fundamentais em termos de política monetária praticados pelas autoridades monetárias daquele país. Em primeiro lugar, o aperto monetário instituído pelo FED entre 1928 e 1929. De acordo com os autores, não havia uma justificativa plausível para este posicionamento porque naquele momento, o mundo estava se recuperando de uma recessão e os preços das *commodities* estavam em baixa (BERNANKE, 2004).

O objetivo desta política foi conter a onda de ataques especulativos no mercado de ações norte-americano. O segundo erro de política monetária ocorreu em Outubro de 1931 como uma reação a onda de ataques especulativos ocorridos com a libra esterlina. Após o colapso da libra e o abandono do padrão ouro pela Inglaterra, o dólar passou a sofrer a mesma pressão por parte dos especuladores dado que estes estavam apostando em uma desvalorização da moeda americana. Para proteger o dólar e consequentemente as reservas em ouro, o FED elevou novamente suas taxas de juros.

Embora a pressão sobre o dólar tivesse sido estancada, o setor bancário do país foi seriamente afetado: as demandas macroeconômicas foram colocadas em segundo plano dado que a suprema necessidade de garantir o funcionamento do padrão ouro era a maior prioridade daquele momento. O terceiro erro de política monetária ocorreu em 1932. As autoridades monetárias durante aquele ano continuaram resistentes em relação a um afrouxamento da política monetária pois temiam a inflação dos anos vinte. Embora tivessem ocorrido algumas operações de mercado aberto com este objetivo, o aperto monetário prevaleceu e empurrou definitivamente a economia americana para o abismo. O episódio refletiu a ausência de sensibilidade por parte dos tomadores de decisão.

O quarto e último erro de política monetária foi a forma negligente como as autoridades lideraram com a crise do sistema bancário. Para os monetaristas, o fato do FED não ter injetado liquidez no sistema contribuiu decisivamente para a queda na oferta monetária daquele país e para o não desenvolvimento daquele país. Além disso, a maior parte dos bancos que faliram não pertenciam ao *Federal Reserve System* e portanto, as autoridades decidiram simplesmente não intervir. De acordo com o exposto, é possível observar como os ditames do padrão ouro se sobrepunham as gritantes necessidades macroeconômicas. É por este motivo e para um melhor aprofundamento e conhecimento do vivido que se torna necessário avaliar as ponderações de Temin, Eichengreen e Kindleberger respectivamente.



## **CAPÍTULO III – AS CAMBIANTES CIRCUNSTÂNCIAS POLÍTICAS DE ACORDO COM PETER TEMIN<sup>8</sup> & BARRY EICHENGREEN<sup>9</sup>.**

### ***III.1 A Visão de Peter Temin***

Eichengreen e Temin possuem uma visão mais politizada acerca da Grande Depressão. Segundo os autores, as políticas nacionais adotadas durante o período foram as responsáveis pelo abismo econômico vivido. Peter Temin em particular defende que a história da Grande Depressão está vinculada à aspectos reais. Ela estaria vinculada à uma falha sem precedentes da economia industrial. O autor argumenta também que a simples adesão ao padrão ouro pelos países tenha causado o choque econômico. A Primeira Guerra Mundial foi o choque que desestabilizou a economia mundial e o contexto no qual as decisões eram tomadas. E embora os Estados Unidos tenham emergido do conflito como a maior potência mundial, ainda assim pertenciam à própria economia mundial e suas decisões de política-econômica passaram a repercutir inevitavelmente por todo o sistema.

Três mudanças fundamentais ocorreram na economia norte-americana após o conflito:

1. A mudança nas relações mundiais entre credores e devedores;
2. A expansão e o colapso da agricultura;
3. O fim da imigração em massa;

Antes da Primeira Guerra Mundial, a Inglaterra era o maior exportador de capital. Com o final do conflito ela se tornou devedora e os Estados Unidos que deviam \$3.5 bilhões passariam a emprestar mais de \$7.0 bilhões. O “novo” padrão ouro do período entre guerras, ainda utilizava a deflação e não a desvalorização como mecanismo de ajuste para posições deficitárias e a nova redistribuição internacional das dívidas não se adequava à paridade exigida (a mesma antes do conflito). Já a Inglaterra e a Alemanha, por exemplo, não estavam politicamente preparadas para enfrentar a nova realidade do pós-guerra (TEMIN, 1994).

---

<sup>8</sup> Peter Temin nasceu em 17 de Dezembro de 1937. É atualmente professor do Massachusetts Institute of Technology (MIT) especializado em História Econômica.

<sup>9</sup> Eichengreen é professor de Economia e Ciência Política em Berkeley, na Universidade da Califórnia.

Durante o conflito, os Estados Unidos assim como outros países que não estavam diretamente envolvidos no conflito forneceram produtos primários ao mundo. Todavia, a partir de 1920, com o reestabelecimento da paz houve uma redução drástica na demanda, implicando elevada redução de preços no setor da agricultura. A imigração também praticamente desapareceu através das leis que viriam a proibir a mesma nos Estados Unidos. A distribuição de renda piorou enormemente ao longo dos anos vinte atingindo seu clímax no início da Grande Depressão. O subconsumo impedia que os trabalhadores demandassem produtos industriais. Todavia, o subconsumo e a superprodução, não podem e não devem ser apontados como os causadores da crise dos anos 30.

O declínio da produção industrial dos anos vinte foi causado pelas políticas monetárias contracionistas adotadas na época (TEMIN, 1994). Estados Unidos e França haviam acumulado a maior parte das reservas em ouro no mundo e o *Federal Reserve Bank* queria apenas evitar um movimento especulativo por parte dos agentes econômicos no mercado de ações norte-americano. Todavia, há ainda hoje, uma controvérsia à respeito da bolha verificada nos preços das ações nos anos vinte.

A dura restrição ao crédito imposta explica o arrocho em termos produtivos e a posterior queda no nível de preços. A iniciativa norte-americana em prevenir o crédito em *Wall Street* impactou o restante da economia assim como a política monetária inglesa de tentar preservar o valor da libra, que repercutiu negativamente no cenário doméstico inglês. Mas para Temin, estes choques iniciais também não foram o suficiente para resultarem na Grande Depressão.

Quatro eventos ocorridos entre 1929 e 1939 foram os responsáveis por propagar a depressão: a quebra do mercado acionário norte-americano, a *Smoot-Hawley Tariff* de 1930, as primeiras crises bancárias descritas por Milton Friedman e Anna Swartz e a queda mundial no nível de preços das *commodities* (TEMIN, 1994).

Apesar da sua contribuição marginal, a quebra do mercado acionário apenas demonstrou ao resto da economia a posição contracionista imposta pelo *Federal Reserve* norte-americano. O nível de bem-estar foi reduzido em dez por cento (TEMIN, 1994), houve um aumento da razão passivo/ativo no portfólio dos consumidores assim como uma elevação no nível de incerteza. Sendo assim, a economia sofreu uma drástica redução no seu consumo de bens duráveis. Mas tais influências, também explicam apenas parte do problema.

Já a Tarifa *Smoot-Hawley* reduziu a demanda pelas exportações americanas ao induzir a adoção de tarifas retaliatórias por parte dos outros países. Deferentemente de Kindleberger, Temin acredita que fatores monetários e não financeiros explicam a propagação da Grande Depressão. O comprometimento do retorno ao padrão ouro no pós-guerra, era um facilitador para os governos. Era um facilitador no momento em que eles desejassem emitir títulos da dívida pública assim como assegurava financiamentos mais baratos para a recuperação do pós-guerra.

A Europa Central enfrentou inflação e hiperinflação durante aquele período assim como não havia ouro suficiente no mundo que correspondesse à demanda vigente por dinheiro sem que houvesse deflação. A Conferência Econômica e Monetária de Gênova em 1922 sacramentou o retorno da conversibilidade conferindo à Libra e ao Dólar o papel de moedas-chave do padrão então reestabelecido. Mas para Temin, a Primeira Guerra foi o grande choque causador da Depressão. Com a guerra, novas fronteiras geopolíticas foram definidas sem nenhuma racionalidade econômica, surgiram desequilíbrios fiscais e monetários, as reparações e as confissões de dívida assim como tantas outras falhas estruturais inerentes ao sistema econômico.

As três falhas estruturais do padrão ouro no período foram as seguintes:

1. A assimetria entre países deficitários e superavitários no mecanismo de ajuste monetário necessário às alterações nos fluxos de ouro;
2. O crescente acúmulo de reservas estrangeiras por parte dos bancos centrais;
3. Limitado poder de intervenção na economia por parte dos bancos centrais;

Segundo Temin, a primeira falha estrutural listada foi a mais perversa para o sistema. Em teoria e de acordo com as “regras do jogo” do padrão-ouro, os bancos centrais daqueles países no qual o padrão vigorava, deveriam vivenciar o mecanismo de ajuste de preços todas as vezes que houvesse uma entrada ou uma saída de ouro no país. Um aumento nas reservas de ouro implicava em um aumento da oferta monetária, que por sua vez implicava em um aumento no nível de preços. Já uma redução nas reservas de ouro causava um efeito contrário no nível de preços – deflação.

Na prática, a necessidade dos países deficitários de evitarem uma completa perda das suas reservas em ouro, assim como o fim da conversibilidade, obrigou-os à compactuarem com as “regras” do sistema. Todavia, nada impedia que os países superavitários

esterelizassem suas reservas com operações no mercado aberto e conseqüentemente acumulassem reservas indefinidamente se os objetivos domésticos fossem estes. Por esta razão, o viés deflacionário do regime era algo inevitável e claramente observável assim como as crises financeiras e bancárias.

A diferença marcante entre as duas fases do padrão ouro era que na primeira, o Banco Central da Inglaterra contava com o respaldo político e econômico dos outros bancos centrais para assegurar a conversibilidade mesmo com um nível baixo de reservas em ouro, ao passo que o padrão ouro do período entre-guerras tinha pouco estímulo para evitar o acúmulo excessivo do metal. O acúmulo de reservas (em ouro, dólar ou libra) estimulavam a deflação nos países deficitários assim como o poder limitado dos bancos centrais na segunda fase do regime fizeram com que eles optassem pelas prioridades domésticas em detrimento das prioridades externas. De acordo com Eichengreen:

*“...os observadores não perceberam que as circunstâncias políticas sem precedentes que permitiram a irrupção de instabilidade num regime de câmbio flutuante constituíam ameaças igualmente sérias ao câmbio fixo inerente ao padrão ouro.”* (EICHENGREEN, 2000, p.90)

### ***III.2 A Visão de Eichengreen***

A explicação de Eichengreen para a Grande Depressão reside principalmente em aspectos políticos conforme dito acima<sup>10</sup>. Em elementos que prevaleceram durante o funcionamento do padrão ouro do período entre-guerras e que foram demasiadamente distintos em comparação ao conjunto de circunstâncias políticas e econômicas do período anterior à Primeira Guerra Mundial. Seu foco de análise reside em explicar porque os bancos centrais e os governos continuaram a aderir ao regime mesmo sabendo que ao agirem assim só agravariam a Grande Depressão (TEMIN & EICHENGREEN, 1997). Ao contrário dos outros dois autores, a sua análise não é focada nos efeitos do padrão ouro sobre a Grande Depressão mas particularmente nos aspectos relacionados à operacionalidade da economia política do mesmo e suas respectivas consequências em termos de política econômica. Barry Eichengreen tenta na verdade, explicar as motivações por trás das medidas políticas escolhidas e adotadas.

---

<sup>10</sup> Em Eichengreen, “A Globalização do Capital”.

Em primeiro lugar, o autor enfatiza que a mentalidade dominante do regime monetário era bastante perversa para o sistema como um todo. Mas ao mesmo tempo, ela estava enraizada no modo de agir dos tomadores de decisão sem que parecesse haver uma alternativa mais sensata e equilibrada à solução dos problemas econômicos. A mentalidade do padrão ouro era constantemente manifestada e reforçada por esses mesmos líderes (uma espécie de herança oriunda da estabilidade monetária atingida durante a primeira fase do regime). Ela foi tardiamente derrubada apenas após o surgimento do movimento das políticas de massas (com a “burocratização” do mercado de trabalho) e o inevitável colapso econômico mundial.

A Grande Depressão, segundo Eichengreen nada mais foi do que um fenômeno mundial composto de um número infinito e correlacionado de eventos distintos (Eichengreen, 2000). A literatura moderna aponta o padrão ouro-câmbio como sendo o responsável pela propagação da Crise dos Anos 30 (BERNANKE & JAMES, 1991). Conforme mencionado acima, a retórica do próprio regime explica o motivo pelo qual determinadas políticas foram escolhidas em detrimento de outras. O problema residiu na iteração do sistema monetário e financeiro internacional com as mudanças impostas em termos de economia política.

A literatura heterodoxa da Grande Depressão enfatiza a mentalidade, o discurso, o movimento das políticas de massa e o surgimento dos Estados-Nação como elementos essenciais para o entendimento da situação vivida (EICHENGREEN & TEMIN, 1997). A mentalidade, refere-se ao modo de pensar dos políticos e dirigentes econômicos; tal mentalidade delineava a noção daquilo que era possível de ser adotado e posto em prática durante a crise mesmo contrariando o senso comum. Desenvolvida para cooperar com um mundo que já não existia mais, a mentalidade do padrão ouro-câmbio é vista por Eichengreen como a causa primária da catástrofe; ela foi o principal mecanismo transmissor de instabilidade do regime (EICHENGREEN & TEMIN, 1997). O modo de pensar e agir dos governos em conjunto com as suas “instituições” limitaram a habilidade do governo para contornar a adversidade.

Para contornar déficits nos balanços de pagamentos e perdas em ouro por exemplo, os governos só podiam adotar medidas deflacionárias e políticas monetárias restritivas com o objetivo de reduzir o nível de preços domésticos e os custos até que o equilíbrio internacional fosse restaurado (EICHENGREEN, 2000). Eichengreen critica veementemente o empenho na época em reduzir os salários por exemplo; a variável que mais impactava nos custos e que já

não dispunha da flexibilidade nominal que antes tivera. Naquele momento, as perdas em ouro e as elevações nas taxas de juros só poderiam restaurar o equilíbrio internacional somente mediante redução dos preços internos.

Uma redução salarial implicava em uma redução do consumo, incluindo o consumo com bens importados. Os custos foram reduzidos em todas as indústrias, incluindo as indústrias do setor de exportação (devido à necessidade de um incremento nas vantagens competitivas). As exportações eram estimuladas ao passo que as importações declinavam até que os dois fluxos pudessem se igualar (EICHENGREEN, 2000). Mas como durante o período entre-guerras, o mercado de trabalho já era mais estruturado e politizado, o principal mecanismo de ajuste do padrão-ouro já não funcionava como medida salvacionista do sistema (EICHENGREEN & TEMIN, 1997).

O autor argumenta que a mentalidade do padrão foi incapaz de admitir que as medidas deflacionistas eram perversas para o sistema. O sistema monetário internacional vigente era defendido de todas as formas possíveis pois ele era considerado um sistema moralmente superior e respaldado em princípios sólidos (EICHENGREEN & TEMIN, 1997); significava também que as nações que o adotavam eram vistas como mais desenvolvidas ou pelo menos no caminho “correto” em busca de tal objetivo (MEISSNER, 2003).

Antes da Primeira Guerra, os trabalhadores desempregados não detinham os meios necessários para se fazerem ouvir quando as taxas de juros eram elevadas e eles eram demitidos (apesar do próprio Keynes ter tentado instruí-los diversas vezes à respeito do tema). A classe trabalhadora não tinha articulação política para enfrentar a elite financeira (DAVIES, 2002). A Primeira Guerra modificou este cenário subvertendo a base social do padrão-ouro. Pela primeira vez, os líderes políticos mais recentemente empossados começaram a questionar as medidas deflacionárias. Em momentos de incerteza o mercado oscilava, a moeda se desestabilizava<sup>11</sup>.

Com o surgimento dos Estados-Nação, os fatores sócio-políticos e sócio-econômicos ultrapassaram as barreiras nacionais. Sendo assim, Eichengreen também não crê que a origem da Depressão tenha sido no continente norte-americano isoladamente mas sim em fatores internacionais como um todo. Neste sentido, os três autores convergem à respeito do tema (pois a Primeira Guerra Mundial foi o choque inicial dado ao sistema). O padrão-ouro

---

<sup>11</sup> O Anexo III exemplifica as principais mudanças políticas ocorridas durante o padrão ouro-câmbio.

incentivava a poupança e o investimento porque ele assegurava o valor real dos ativos na economia (DAVIES, 2002) e a estabilidade monetária assegurava os contratos estabelecidos mundialmente. Todavia, é sabido que as alterações das taxas nominais de câmbio nos países periféricos também contribuíram para as alterações nas taxas de câmbio reais dos países centrais (CATÃO & SOLOMOU, 2003) e infelizmente o padrão-ouro naquela segunda fase foi visto como uma instituição capaz de prevenir desequilíbrios macroeconômicos. Hoje, é sabido que todos (ou quase todos) estavam errados.

A primeira fase do regime monetário do ouro, alcançou a estabilidade pois era uma instituição característica de um momento histórico cercada por elementos políticos e econômicos específicos daquele período (EICHENGREEN, 2000). Já no período entre as duas guerras mundiais, a libra esterlina não possuía mais uma posição central na economia mundial. O país vendeu grande parte dos seus ativos ao exterior durante o primeiro conflito e já não possuía a mesma posição comercial e industrial que um dia possuiu. Após a Guerra, os Estados Unidos e não mais a Grã-Bretanha tornaram-se o maior exportador de capital assim como o maior provedor do equilíbrio do mercado externo (CRABBE, 1989).

O novo sistema monetário não era mais capaz de absorver determinados impactos (como a especulação desestabilizadora dos fluxos de capitais) em virtude da flexibilização nos mercados de trabalho e de *commodities* além da extensão dos direitos de cidadania, o surgimento dos partidos trabalhistas parlamentares e o incremento nos investimentos de cunho social (EICHENGREEN & TEMIN, 1997). O novo padrão ouro-câmbio não possuía credibilidade face às pressões externas que clamavam por um aumento do crescimento econômico e nos níveis de emprego. Além disso, dado um choque inicial ao sistema, os fluxos de capital financeiro realizavam fugas e resultavam em crises econômicas e políticas. Segundo Eichengreen, “a queda na atividade econômica de 1929, que se transformou na Grande Depressão, foi exatamente um reflexo desse processo.”

Com o advento do primeiro conflito mundial, as exportações e importações de ouro que antes eram livres, cessaram abruptamente e passaram à ser autorizadas somente por licenças governamentais. Com a interrupção do processo de arbitragem com o metal, as taxas de câmbio começaram à flutuar (mas tal flutuação era minimizada por medidas de controle de capitais que passaram à restringir a maioria das transações em moeda estrangeira). E no momento em que os recursos alavancados para a guerra mostraram-se insuficientes, os governos começaram à emitir moeda fiduciária (moeda não mais lastreada em metal) para

fazer frente às suas despesas extraordinárias. A emissão excessiva de moeda fiduciária causou uma enorme variabilidade cambial nos diversos países assim como níveis inflacionários estrondosos (e.g., Alemanha). Após a guerra, somente o dólar manteve a sua conversibilidade em ouro (CRABBE, 1989).

Cabe ressaltar que a política monetária norte-americana naquele momento particular (a de atrelar a moeda dos seus aliados ao dólar à um câmbio desvalorizado) postergou a construção monetária do mundo no período entre-guerras. Os países que experimentaram um processo inflacionário, em virtude da emissão de papel-moeda sem lastro para financiar os seus déficits orçamentários durante a guerra conseguiram restaurar o preço do ouro e a paridade cambial frente ao dólar mas a estabilidade monetária mundial naquele momento já estava seriamente fragilizada.

Diferentemente do período anterior, no pós-guerra as moedas tiveram liberdade para flutuarem, caracterizando o que se denomina de regime cambial de flutuação relativamente limpa<sup>12</sup>. E embora os controles de câmbio, ouro e capitais tivessem sido em parte eliminados, a conversibilidade levou alguns anos para ser restaurada. Os países que experimentaram uma elevada inflação, conseguiram restaurar o seu regime monetário através de uma maior independência por parte dos seus bancos centrais: o volume das novas moedas emitidas por estes países eram reguladas pela própria legislação do padrão ouro e as reservas eram provisionadas através dos empréstimos concedidos pela Liga das Nações (EICHENGREEN, 2000).

Países com processos inflacionários menos crônicos estabilizaram suas moedas e restauraram a conversibilidade estabilizando suas taxas de câmbio em torno dos níveis vigentes anteriores à guerra. Já os países que não sofreram um processo inflacionário descontrolado conseguiram restaurar a conversibilidade e a paridade de suas moedas frente ao dólar sem grande problemas envolvendo seus sistemas monetários (EICHENGREEN, 2000).

Todavia, o novo padrão ouro sobreviveu por apenas cinco anos como sistema monetário internacional e sua operação foi de fato pouco satisfatória pois os mecanismos de ajuste não eram adequados. Países com moedas fracas registravam déficits em seus balanços de pagamentos e uma saída excessiva de ouro e reservas cambiais. Os países fortes, por sua

---

<sup>12</sup> Era um regime de flutuação cambial relativamente limpo pois geralmente os bancos centrais não intervinham no mercado de câmbio.



vez, registravam superávits cada vez maiores (França, Estados Unidos e Alemanha). Além disso, os estoques mundiais de reservas não eram suficientes pois os bancos centrais converteram aleatoriamente suas reservas estrangeiras em ouro. Com o declínio nas suas reservas, os bancos centrais sofreram uma contração nos seus meios de pagamentos e os fatores políticos passaram à preponderar sobre os fatores econômicos conforme mencionado acima (EICHENGREEN, 2000).

Por não possuírem as instituições adequadas, a Grande Depressão resultou no fim do padrão ouro para os países da periferia pois a deflação acabou fortalecendo a posição daqueles que defendiam um afrouxamento das restrições impostas pelo padrão ouro. O Canadá, por exemplo, adotou um embargo sobre as exportações de ouro que foi equivalente à uma desvalorização da sua moeda caso essa política tivesse sido implementada. As crises nos sistemas bancários acarretaram sérios problemas na esfera real da economia através das corridas bancárias e as respectivas quedas nos níveis de reservas internacionais (BERNANKE & JAMES, 1991) sugerindo uma elevada correlação entre deflação e depressão econômica além de evidenciar a capacidade do padrão ouro em transmitir choques monetários.

Inevitavelmente, os bancos centrais em questão, foram obrigados à suspender a conversibilidade e à adotarem controles cambiais restritivos em 1931. Em 1932, em virtude da ausência de um *lender of last resort*, o mundo estava fracionado entre os Estados Unidos, a região da libra e os países da Europa central e oriental (EICHENGREEN, 2000). Em termos cooperativos, vale mencionar que esse sistema tripolar não era estável pelo seguinte motivo: houve um incremento nas pressões políticas que pretendiam abrandar as políticas de austeridade monetária e fiscal adotadas por diversos países. A ausência da cooperação internacional fez com que cada membro do bloco do ouro fosse obrigado à desvalorizar sua moeda e abandonar a conversibilidade.

A desvalorização do dólar por exemplo, ajudou à minimizar a crise no sistema bancário dos Estados-Unidos. Todavia, significou uma perda competitiva para os outros países do bloco. O padrão ouro passou à adotar taxas flutuantes com intervenções nos mercados cambiais por parte dos governos assim como a criação das Contas de Equalização Cambial. A ausência de cooperação tornou-se tamanha que os governos vendiam seus ativos com o objetivo de baixar a sua taxa de câmbio e gerar uma vantagem competitiva para os seus produtores. Conforme dito por Kindleberger, os interesses nacionais passaram à se sobrepor aos interesses “públicos” internacionais.

As variações “livres” e não controladas das taxas de câmbio (as taxas flutuantes adotadas na década de vinte) também foram um outro elemento que de fato desestabilizou o sistema dada a sua elevada volatilidade assim como favoreciam a atração de “fluxos” de especulação desestabilizadora. Sendo assim, na década de trinta, a flutuação tornou-se administrada. Os movimentos “auto-agravantes” do regime cambial livre não promoveram os ajustes nos balanços de pagamentos e resultaram em um cenário de instabilidade “explosiva”. As taxas de câmbio haviam sido instáveis não porque as políticas monetárias e fiscais haviam sido instáveis mas sim porque havia uma impossibilidade política em se adotar políticas consideradas “pouco populares” para a época do regime do ouro.

O fato marcante é que os sucessivos déficits orçamentários oriundos das despesas bélicas extraordinárias em conjunto com a inflação e a subsequente desvalorização cambial desestabilizaram o sistema econômico internacional. Discordâncias entre as visões políticas de esquerda e de direita intensificaram a inflação e a desvalorização das moedas enquanto os governantes não entravam em comum acordo. A confiança na moeda, ou melhor, a ausência de confiança em determinada moeda implicava em instabilidade macroeconômica *per se*.

No início dos anos vinte (até 1926 aproximadamente) os franceses vivenciaram a situação descrita acima com o seu franco francês. O retorno do antigo ministro das finanças ao poder (Poincaré) resolveu o impasse político em torno de uma taxa sobre o capital. A mesma foi abolida e a moeda recuperou-se rapidamente; os fundos que haviam buscado um porto seguro no exterior, retornaram ao país e a moeda estabilizou-se. Ou seja, um impasse político em torno da taxa sobre o capital trouxe consequências econômicas para todo o povo francês assim como para o mundo. A desvalorização do franco entre 1925-1926 foi um reflexo das expectativas por parte dos “traders” de moedas em relação aos desequilíbrios macroeconômicos no longo prazo e o ressurgimento dos déficits fiscais e a monetização por parte do Banco da França.

Em 1920-1921, o retorno à conversibilidade por parte da Grã-Bretanha assumiu um perfil recessivo e demonstrou para os outros países que a transição para o novo padrão-ouro teria que ser bastante lenta e cautelosa. A elevação na taxa de desconto inglesa (para evitar uma perda de valor da libra em relação ao dólar) e a queda de preços necessária para restaurar a paridade vigente antes da Primeira Guerra Mundial resultaram em uma elevação no nível de desemprego de 2% (dois por cento) para 11,3% (onze vírgula três por cento).

Todavia, os norte-americanos haviam realizado uma redução em seu nível de gastos públicos e incrementado suas taxas de juros para tentar conter o crescimento acelerado do pós-guerra. Sendo assim, ficou muito mais difícil para os ingleses conseguirem reduzir o seu próprio nível de preços em relação ao nível de preços praticados nos Estados Unidos. Medidas restritivas foram colocadas em prática pelo Banco da Inglaterra para conseguir valorizar a libra em relação ao dólar.

Mas de acordo com Eichengreen, mesmo durante certos momentos aonde houve um viés cooperativo entre as nações, este não atingiu seus objetivos pois a insistência em retornar à paridade do período anterior à Primeira Guerra prevaleceu sobre o bom senso. Durante o ano de 1924, o próprio *Federal Reserve Bank* de Nova York reduziu sua taxa de redesconto com o intuito de ajudar a Grã-Bretanha à voltar ao padrão-ouro de forma plena (como outrora havia feito parte). Porém, como a relação dos preços entre a Inglaterra e o resto do mundo ainda não havia sido retomada, o câmbio daquele país sofreu alterações anteriores às alterações nos níveis de preços. Estes, por sua vez, permaneceram em níveis elevados o suficiente à ponto de resultarem em prejuízos competitivos para os exportadores daquele país. Sendo assim, “a supervalorização da libra fez cair a demanda por produtos britânicos, agravando o desemprego.” (EICHENGREEN, 2000). A saída em massa de ouro da Inglaterra forçou o Banco da Inglaterra à elevar suas taxas de juro mesmo que implicasse em uma depressão econômica. Infelizmente, a decisão política de Winston Churchill naquele momento, apenas agravou a situação econômica da Grã-Bretanha.

Também durante o período do entre-guerras, os países implementaram políticas que visavam assegurar os níveis de lastro necessários em virtude de uma eventual expansão dos meios de pagamento. Mas caso houvesse uma escassez do metal em conjunto com um encarecimento do mesmo, os formuladores de política não optariam por manter e aumentar o nível de utilização de suas reservas cambiais. O motivo para a não utilização das reservas cambiais residiu em evitar ao máximo as ondas de “especulação desestabilizadoras” que porventura pudessem ocorrer dado que os agentes iriam sempre querer vender suas moedas em troca de outra lastreadas exclusivamente em ouro.

Em 1922 foi realizada a Conferência de Gênova com o objetivo de solucionar os problemas de coordenação e cooperação entre os países (EICHENGREEN, 2000). Apenas os Estados Unidos adotaram uma postura isolacionista e resolveram não participar do encontro.

Cabe ressaltar que o ideal em torno da Conferência é de suma importância pois ele almejava a contenção de uma desastrosa deflação mundial. E que a não participação dos Estados Unidos, preocupados com seu cenário doméstico contribuiu decisivamente para o não sucesso dos objetivos traçados durante a Conferência.

Durante o encontro, os bancos centrais foram orientados no sentido de evitar flutuações no poder de compra do ouro como também conservar a paridade das moedas umas às outras<sup>13</sup>. A necessidade em se adotar tal política tornava-se relevante para que uma deflação sem precedentes pudesse ser evitada. Afinal, se cada banco central decidisse aumentar a sua própria taxa de juros isoladamente acabaria por não ser uma medida eficaz para atrair reservas de ouro para si, pois apenas implicariam em queda no nível de preços e declínio na produção. Para evitar este cenário, eles deveriam ter “harmonizado” suas taxas de desconto para que então uma distribuição adequada de reservas internacionais pudesse ser alcançada. Todavia, como os Estados Unidos não necessitaram de ter que enfrentar uma deflação para restaurar a sua conversibilidade, eles simplesmente não participaram da Conferência.

Cabe ressaltar, que durante 1924 à 1929, os bancos centrais se viram na obrigação de montarem uma engenharia financeira cada vez mais elaborada dado que o estoque de obrigações estava ultrapassando o nível das reservas de ouro monetário. A França foi o palco mais representativo do episódio pois as intervenções sistêmicas por parte do governo no mercado de câmbio acabaram por gerar vantagens competitivas para os produtores franceses assim como um acúmulo enorme de reservas metálicas. Adicionalmente, por causa de uma Lei de Estabilização que vigorava no país desde o período anterior à Primeira Guerra, a França não podia aumentar o seu componente de base monetária através das operações de mercado aberto e mais uma vez a política fora capaz de interferir na operacionalização da própria economia.

Nesse momento e em face das prioridades domésticas (KINDLEBERGER, 1986) de cada país, as nações (principalmente França e Estados Unidos) viam com certa hostilidade a intenção da Grã-Bretanha em tentar liderar a Conferência de Gênova. Era como se Londres estivesse tentando fortalecer a sua posição de principal centro financeiro em comparação à Paris ou aos Estados Unidos. Alemanha, França e Estados Unidos tinham se tornado os principais reservatórios de ouro no mundo e apesar de apresentarem uma certa hostilidade em

---

<sup>13</sup> Poder de Compra do Ouro significava o nível de preços, e o poder de compra do ouro crescia à medida que o nível de preços declinasse pois os bancos centrais fixavam o preço do ouro em termos da sua moeda doméstica.

relação à iniciativa britânica, consideravam plenamente que o padrão ouro era o “baluarte” necessário para a manutenção da “estabilidade” financeira. Eles acreditavam que um padrão ouro-divisas rígido manteria os bancos centrais vacinados contra pressões políticas.

Todavia, o acúmulo de ouro tanto pela França como pela Alemanha resultou por aumentar as pressões sobre os bancos centrais. Afinal, como o ouro ia em direção à França e à Alemanha (dada suas elevadas taxas de juros para conter a hiperinflação), os bancos centrais tiveram que aumentar as suas próprias taxas de juros (impondo políticas monetárias restritivas) para conter a expansão do crédito e poupar suas reservas cada vez mais escassas. Os norte-americanos, como mencionado acima, em nada contribuíram para amenizar o cenário apesar de possuírem quase 45% das reservas mundiais de ouro.

Os Estados Unidos em certo momento, sinalizaram no sentido de reduzirem a sua taxa de redesconto e implementar operações de mercado aberto com o intuito de ajudar a Inglaterra à superar uma crise de pagamentos. Todavia, os esforços de 1927 foram suspensos e os bancos centrais do mundo ficaram ainda mais confusos. O motivo por trás desta política chamava-se *Wall Street* e o receio, a própria especulação desestabilizadora nas bolsas. Em face do incremento dos estoques de moeda e crédito em face às reservas de ouro norte-americanas, o banco central aumentou suas taxas de juros. O aperto monetário impediu a saída de capitais para o exterior assim como freou o crescimento da economia norte-americana.

O mecanismo de ajuste que deveria restaurar o equilíbrio nas contas internacionais não estava funcionando adequadamente assim como os fluxos de capitais nada tinham de estabilizadores. O fato é que houve uma deterioração competitiva nos termos de troca europeus após a Primeira Guerra pois os produtores nos Estados Unidos substituíram a posição dos europeus. O modelo de fluxo de moedas metálicas não se verificou na economia norte-americana. Os Estados Unidos simplesmente concederam novos empréstimos para a própria Europa e demais localidades. Os empréstimos financiaram os desequilíbrios estrangeiros mas não promoveram uma modificação nos preços relativos.

Conforme apontado por Peter Temin, a extinção do processo de captação de empréstimos nos Estados Unidos e as sucessivas subidas nas taxas de juros pelo mundo afora tornou os investimentos em renda fixa os mais procurados pelos investidores. Segundo Eichengreen, “ os empréstimos norte-americanos ao exterior, em níveis elevados no primeiro

semestre de 1928, caíram a zero na segunda metade do ano.” (EICHENGREEN, 2000). A ausência de capital implicou em queda de demanda no interior dos países que deviam. Com a deflação subsequente foi possível aumentar as exportações e reduzir as importações. Todavia, os mercados ficaram estagnados com o início da Grande Depressão em 1929.

Duas formas de cooperação poderiam ter sido adotadas para minimizar o cessamento dos empréstimos provenientes dos Estados-Unidos e os problemas de balanços de pagamentos oriundos da Grande Depressão: o perdão temporário das indenizações de guerra e uma diminuição de preços e custos para tornar os produtos europeus e latinos competitivos novamente. Todavia, em virtude de uma ameaça de *debt-deflation* na qual o lado financeiro e bancário poderiam piorar a situação real da economia, fez com que a solução deflacionária fosse bastante limitada.

A flexibilização das regras de adoção do regime do ouro entre 1929 e 1930 foram adotadas por alguns países, entre eles o Brasil, com o intuito de desvalorizar as suas moedas. Esta medida foi possível graças à modificações nas regras de conversibilidade. A grande questão envolvendo o período do entre-guerras estava no fato de que os países credores não estavam inclinados à emprestarem seus superávits mas sim de convertê-los em ouro para si mesmos. Além disso, em 1932 a produção industrial nos Estados-Unidos havia registrado um declínio de 48% e a força de trabalho desempregada estava em torno de 25% (EICHENGREEN, 2000).

Possíveis reduções nos juros ou uma política monetária com viés expansionista eram incompatíveis com a “regras do jogo” do padrão-ouro. Na realidade política do início do Séc. XX, as desvalorizações das respectivas moedas não eram mais vistas como algo simplesmente temporário. Fatores domésticos ditavam a postura monetária dos países, e o *trade-off* entre padrão-ouro e desemprego tornou-se evidente. A expansão creditícia implicava em desvalorização cambial e na venda da moeda pelos especuladores que tentavam evitar as possíveis perdas provenientes da desvalorização. Todos os países passaram à vender suas divisas em troca do metal e causou uma redução no nível de reservas internacionais (divisas mais ouro).

Para continuarem garantindo a sua conversibilidade em ouro, as nações pagaram um preço muito alto pois a redução no nível de reservas fez com que os bancos centrais

terminassem por elevar suas taxas de redesconto. O fator político era uma variável tão relevante no interior do sistema que:

*“A intensidade de especulação contra uma moeda dependia da credibilidade do compromisso do governo em relação à manutenção da paridade do padrão ouro.”* (EICHENGREEN, 2000, p.110)

Países detentores de maior credibilidade monetária continuavam recebendo fluxos de moedas em direções estabilizadoras, o que melhorava a relação do equilíbrio interno e o externo. Já nos outros países, a especulação desestabilizadora fez crescer as pressões sobre os governos que tentavam remediar equilíbrios conflitantes (internos e externos). Todavia, verificou-se empiricamente que aqueles países que haviam restaurado o padrão ouro através de uma taxa cambial depreciada dispunham de maior credibilidade do que aqueles que haviam restaurado à mesma paridade vigente anterior à Primeira Guerra.

Tal inversão se deve ao fato de que as prioridades políticas do período preponderaram mais acentuadamente do que as experiências do passado. Além do mais, as condições econômicas também desempenharam um papel mais relevante do que o desempenho vivido no passado para que o compromisso com a paridade do padrão ouro pudesse ser mantido. Portanto, os países que enfrentaram quedas mais abruptas em seus níveis de produção enfrentaram maiores dúvidas em relação à postura política necessária para colocar em prática as medidas deflacionárias necessárias para continuarem garantindo a conversibilidade (e.g., Estados Unidos da América).

Em meio à Grande Depressão e à queda generalizada no nível de preços, os bancos centrais também não podiam injetar liquidez na economia (apesar de serem os emprestadores de última instância) pois tal iniciativa era contrária à prioridade vigente: a manutenção do câmbio fixo atrelado ao padrão ouro. A posição em ouro em relação aos passivos estrangeiros não podia ser desrespeitada. Nessas condições, Eichengreen é contrário à posição de Kindleberger na qual um emprestador de última instância seria benéfico ao sistema. A desvalorização monetária necessária face à injeção de liquidez do *lender of last resort* provocaria sucessivas fugas de capitais dado que os agentes perderiam a confiança na moeda em questão.

Kindleberger acredita que os Estados Unidos eram o único país capaz de enfrentar crises bancárias e monetárias sem colocar o padrão ouro em dificuldades e portanto, deveria

ter atuado como um *lender of last resort*. Porém, Eichengreen contrapõe a postura defendida por Kindleberger através do seguinte argumento:

*“Com a credibilidade de seu compromisso para com a conversibilidade já em dúvida, os bancos centrais não tinham alternativa para tranquilizar os mercados, senão através da defesa da paridade ouro até o amargo fim. Assim, a vigência do padrão ouro impunha constrangimentos à intervenção em apoio ao sistema bancário.” (EICHENGRREN, 2000, p.112)*

E como infelizmente não havia “cooperação” internacional entre os países para socorrerem outros que estivessem com dificuldades cambiais, a restrição externa (crise nos balanços de pagamentos) não puderam ser atenuadas e a escassez mundial de liquidez não foi revertida. Em suma, porque a Grande Depressão era vista pelos *players* como resultado do excesso de crédito concedido pelos bancos centrais, a violabilidade do regime do ouro fora considerada naquele momento a grande culpada e não as próprias instabilidades intínsecas do regime do período entre-guerras (TEMIN, 1994).

Em seguida apresenta-se a visão de Charles P. Kindleberger acerca da Grande Depressão. Ambos os autores (Temin e Kindleberger) convergem acerca de um enfoque real e não monetário acerca da recessão econômica. Os anos 1929-1939 foram o resultado de um declínio autônomo e independente nos níveis de gastos que por sua vez culminaram na redução da oferta monetária (KINDLEBERGER, 1986). Todavia, segundo Kindleberger, a análise de Peter Temin está limitada à um único país individualmente e não inclui os mecanismos de transmissão que ocorrem quando as crises financeiras são propagadas de uma nação à outra. A análise, também não inclui os preços dos ativos, das *commodities*, os fluxos de capitais e nem tampouco as taxas de câmbio. A análise não define categoricamente o que causou a redução nos níveis de gastos. A maior parte do debate acerca do tema sempre girou entre monetaristas e keynesianos. Sendo assim, a análise seguinte, torna-se demasiadamente importante para ser deixada de lado ou simplesmente rotulada.



## CAPÍTULO IV – O ENFOQUE INTERNACIONAL: A VISÃO DE CHARLES P. KINDLEBERGER<sup>14</sup>

*“As crises financeiras estão associadas com os ápices dos ciclos econômicos.”* (KINDLEBERGER, 1992, p.19)

Embora Kindleberger<sup>15</sup> considere como relevante algumas das explicações mais renomadas acerca da Crise de 1929, o autor argumenta que a depressão ocorreu fundamentalmente devido à uma instabilidade intrínseca do próprio sistema econômico internacional. A análise proposta pelo autor enfatiza que desde o séc. XVIII existem “padrões de irracionalidade” praticado pelos agentes econômicos que se repetem frequentemente. São certas “manias” que influenciam os mercados financeiros e que podem resultar em grandes crises internacionais exatamente como a dos anos trinta. As “manias”, por sua vez ocorrem nos mercados ditos racionais ao passo que elas por si só representam a própria irracionalidade por definição.

A Grande Depressão de 1929 alastrou-se para outros países por diversos motivos, mas principalmente pelo fato de que as próprias “manias” que resultaram em “pânico” não sofreram nenhuma intervenção à nível mundial. Ou seja, para o autor, a Inglaterra não tinha mais capacidade para assumir o papel de principal estabilizador do sistema ao passo que não havia interesse por parte dos Estados Unidos em assumir este posto. A Inglaterra (através da sua ausência de capacidade) e os Estados Unidos (pela sua ausência de vontade) deixaram de desempenhar cinco funções que seriam essenciais à economia mundial:

1. A manutenção de um mercado relativamente aberto para o processo das trocas internacionais;
2. A concessão de empréstimos anti-cíclicos ou ao menos estabilizadores de longo prazo;
3. Ausência de uma fiscalização eficaz do sistema de taxas de câmbio internacional;
4. A coordenação das políticas macroeconômicas;

---

<sup>14</sup> Kindleberger foi professor do Massachusetts Institute of Technology e é reconhecido mundialmente por suas contribuições na esfera dos arranjos de economia monetária internacional.

<sup>15</sup> Ver Kindleberger, 1986. Em especial o capítulo “*An Explanation of the 1929 Depression*”.

5. A não atuação como emprestadores de última instância através de uma política de descontos, ou o fornecimento de liquidez internacional em momentos de crise financeira; Inglaterra e Estados Unidos não se posicionaram como um *lender of last resort* capaz de oferecendo a estabilidade que o mercado privado não tinha condições de prover à si mesmo.

As cinco funções acima descritas tipificam a maneira pela qual não ocorreu a cooperação internacional entre as nações para solucionar ou ao menos apaziguar o período de crise. Kindleberger acredita que tais funções devam ser desempenhadas por qualquer país que deseje assumir a responsabilidade pelo sistema como um todo. Caso tais funções fossem adotadas, e se tivesse existido veementemente um emprestador de última instância, o sistema econômico teria sido capaz de se ajustar razoavelmente bem aos deslocamentos estruturais oriundos dos desequilíbrios de mercado (KINDLEBERGER, 1986). Embora o autor reconheça que existam deslocamentos estruturais abruptos o bastante que tornem inviável o retorno da economia ao seu estado de equilíbrio (a não ser através de Planos Econômicos drásticos como o Plano Marshall, por exemplo), as cinco funções acima descritas deixaram ou não foram desempenhadas nem pelos norte-americanos e nem pelos britânicos; o que só agravou o cenário internacional.

Alguns autores como D. E. Moggridge acreditam que o deslocamento ocorrido entre 1929 e 1931 foi tão intenso e abrupto que nenhum emprestador de última instância seria capaz de amenizar a situação. Nem a França e tão pouco os Estados Unidos poderiam ter socorrido a Inglaterra, a Alemanha ou a Austria; nenhuma medida poderia ter evitado o colapso cambial das principais moedas do mundo. A questão que se tornou relevante naquele momento estava relacionada aos impactos dos choques sobre o sistema (e.g., superprodução de produtos primários, a insistência franceses em recolher reparações de guerra da Alemanha, a demanda norte-americana pelos pagamentos de guerra, super-valorização da Libra e subvalorização do Franco, a suspensão dos empréstimos estrangeiros por Nova Iorque a quebra da bolsa de valores norte-americana e etc...) que poderiam levá-lo ao abismo dos anos trinta.

Kindleberger enfatiza a existência de um sistema evidentemente instável em consonância com a ausência de um estabilizador mundial. Mas apesar de ter havido uma crise de superprodução dos produtos primários, a insistência por parte dos franceses em recolherem as reparações de guerra da Alemanha, a demanda norte-americana pelos pagamentos das dívidas de guerra, a valorização da Libra, a desvalorização do Franco Francês, a quebra da Bolsa em Nova Iorque e tantos outros acontecimentos, Kindleberger ainda acredita que a

dificuldade residiu na ausência de um estabilizador de última instância para o sistema e na instabilidade latente do mesmo.

Antes da Primeira Guerra, a Inglaterra era a grande estabilizadora da economia pois exercia as cinco funções listadas acima garantindo a manutenção do “mito” do padrão ouro. Além disso, o próprio padrão-ouro clássico internalizava políticas macroeconômicas coordenadas além de garantir a estabilidade cambial. Mas em 1929, 1930 e 1931 a Inglaterra não podia atuar como estabilizadora mundial e os Estados Unidos não tinham a menor intenção em fazê-lo. Cada país passou a defender os seu próprios interesses nacionais relegando os interesses públicos mundiais ao segundo plano, resultando em um verdadeiro colapso internacional (KINDLEBERGER, 1986).

A Inglaterra aderiu ao livre comércio por volta de 1846-1860 até 1916. Após 1873 ela continuou aderindo ao livre comércio mesmo com crescimento econômico inferior aos anos anteriores, dado que suas indústrias eram exportadoras por excelência e não competiam com outras linhas de importação. O contraste à tal liberalismo econômico (herança cultural de Adam Smith e não a intenção de cooperar internacionalmente) ocorreu com a implementação da Tarifa *Smoot-Hawley* em 1930 instuída pelo então Presidente Hoover dos Estados Unidos para proteger a agricultura daquele país durante a Crise. Embora a medida tivesse sido recomendada pela Conferência Econômica Mundial de 1927, Kindleberger considera a medida um erro sem precedentes.

A Tarifa abriu espaço para a adoção de diversas outras formas de restrições às importações visando o protecionismo de cada nação individualmente. A adoção de políticas protecionistas de cada país isoladamente tentou evitar o efeito da deflação sobre os seus respectivos produtos que concorriam com as importações provenientes dos outros países. No cômputo geral, o comércio internacional sofreu uma drástica diminuição no seu nível de atividade, emperrando a participação e os ganhos provenientes do mesmo através das exportações individuais de cada *player* comercial.

Assim como ocorria com a política de desvalorização cambial que visava em última instância elevar os preços domésticos, os ganhos de um determinado país devido à imposição de uma barreira tarifária, implicava em uma perda para os demais. Com a retaliação tarifária e a desvalorização das respectivas moedas de cada país, as perdas mundiais tornaram-se inevitáveis. As propostas da Conferência Econômica Mundial de 1933 não resultaram em uma

retração da deflação e nem em uma diminuição do nível de desemprego e mais uma vez, a ausência de cooperação internacional se fez presente.

Outro fator desestabilizador fora a interrupção de empréstimos anticíclicos. Durante o século XIX, a Inglaterra era a maior provedora dessa modalidade de empréstimos. As recessões domésticas estimulavam os empréstimos internacionais enquanto uma expansão doméstica acarretava a interrupção destes mesmos empréstimos e um aumento das importações. Sendo assim, o resto do mundo ganhava com o aumento das suas exportações substituindo os próprios investimentos domésticos que eram realizados por meio dos empréstimos. Esse movimento descrito acima, funcionava como um estabilizador do sistema.

Em 1920, os empréstimos estrangeiros norte-americanos eram positivamente correlacionados com o nível de investimento doméstico e não como descrito acima. O *boom* de 1920 foi acompanhado pelo aumento dos empréstimos estrangeiros; mas a depressão de 1930 reverteu o fluxo de capitais. Os Estados Unidos interromperam as linhas de crédito e as importações ao mesmo tempo (mecanismo contrário ao funcionamento anterior do sistema). O corte no nível de empréstimos foi anterior ao *crash* do mercado acionário pois investidores estavam especulando com a alta do preço das ações. A Inglaterra, por sua vez, adotou as mesmas medidas que os Estados Unidos em 1928 e 1929.

O que ocorreu em 1929 está intimamente relacionado às “manias especulativas” dos agentes. Afinal, nas palavras do próprio Kindleberger tais “manias especulativas ganham velocidade através da expansão da moeda e do crédito, ou, talvez, em alguns casos iniciem devido à essa expansão.” A moeda (definida como meio de pagamento em uso efetivo) foi continuamente expandida ao longo dos anos vinte e o dinheiro existente foi usado ainda mais efetivamente para financiar as expansões, incluindo aí as especulações financeiras (i.e., especulação no mercado acionário norte-americano). A Grande Depressão ocorreu apesar dos esforços em controlar e limitar a reserva monetária por parte das autoridades bancárias. Este ponto é sem dúvida um elemento crucial para entender a interdependência entre todas as teorias até agora mencionadas sobre o período entre 1929 e 1939.

O sistema de taxas de câmbio também era fixo durante a Primeira Fase do Padrão-Ouro. O preço do ouro era fixo na França e na Inglaterra. O sistema era bastante objetivo e dificilmente sujeito à alterações. Após a Primeira Guerra, a paridade foi restaurada ou ajustada mas os próprios economistas não deram importância às falhas estruturais do sistema

como por exemplo a perda de ativos estrangeiros por parte da Grã-Bretanha ou o enorme volume de capital Francês que em 1926 estava aguardando o momento oportuno para retornar à França. A Itália, por exemplo, adotou uma taxa de câmbio baseada apenas em seu prestígio (EICHENGREEN, 2000).

Com o aparecimento da Depressão os países periféricos passaram a não recorrer aos empréstimos estrangeiros, e sofreram com a redução no preço dos seus produtos exportados e no seus respectivos valores. Sendo assim, eles também depreciaram as suas moedas. O resultado foi uma situação de caos aonde cada país adotava suas política macroeconômica independentemente dos efeitos nos demais. Para Kindleberger, o Padrão-Ouro foi extinto devido à política de esterilização realizada por França e Estados Unidos no período entre-guerras. O sistema também carecia de um emprestador de última instância; principalmente no contexto internacional. Os ingleses já não tinham mais como liderar o sistema ao passo que os franceses e os norte-americanas não demonstraram interesse em fazê-lo. A ausência de uma hegemonia dominante (papel antes desempenhado pela Inglaterra) também serviu para agravar o abismo econômico.

Cabe destacar ainda, que o padrão ouro-câmbio do período entre-guerras foi sem dúvida nenhuma um conjunto “virtualmente infinito” de possibilidades de expansão de crédito em uma base monetária fixa. Através do sistema, as reservas bancárias internacionais dos bancos centrais foram ampliadas dada uma reserva mundial fixa de ouro. O próprio Presidente do Banco da Inglaterra naquele momento (Sr. Montagu Norman) procurou expandir as reservas mundiais da libra esterlina para aliviar a balança de pagamentos britânica. Os empréstimos mundiais entre 1913 e 1914 que culminaram na Primeira Guerra Mundial foram financiados pelo aumento das reservas mundiais de libras esterlinas, francos e marcos (KINDLEBERGER, 1986).

Os países podiam tomar reservas emprestadas vendendo obrigações em um mercado estrangeiro como Londres e Nova Iorque e conservando suas libras esterlinas ou dólares como parte de suas reservas em seus bancos centrais; essa intermediação financeira permitiu a expansão do crédito. O padrão-ouro tradicional também permitiu a expansão do crédito pois não induzia a contração monetária por parte do cedente do mesmo. Sendo assim, novamente a especulação se fez presente nas duas fases do regime.

De acordo com Kindleberger, a culpa pela depressão de 1929 pertenceu particularmente à Europa com seus cartéis e aos estadistas europeus que não tiveram o ímpeto ou a coragem de contornar estas questões porque havia uma impossibilidade política em adotar ou implementar reformas políticas consideradas “pouco populares” para o *modus operandi* da época (i.e. o próprio abandono do padrão ouro-câmbio) ou a implementação das cinco funções acima elencadas. Mas Friedman, ao contrário, acredita que o padrão ouro-câmbio tenha tornado o sistema financeiro internacional vulnerável, e que a crise tenha surgido predominantemente nos Estados Unidos (Kindleberger, 1989, p.153). A razão: o acontecimento inicial, o *crash* do mercado acionário nos Estados Unidos e a série de desenvolvimentos que iniciaram o acúmulo de moeda pelos países no final de 1930 foi predominantemente doméstico. Em 1929, todas as bolsas de valores quebraram simultaneamente.

Contrariamente à posição de Friedman e Schwartz, Kindleberger argumenta que os *booms* e as quedas apresentam conexões internacionais. Em 1928, com a expansão da Bolsa de Valores de Nova Iorque, os bônus estrangeiros foram pagos antes do *crash* de 1929. Sendo assim, os grandes devedores do primeiro conflito mundial – Alemanha, Austrália e América Latina - forma “empurrados” à depressão. Além disso, a desvalorização das moedas argentina, uruguaia, australiana e neo-zelandesa no início dos anos trinta contribuiu para uma diminuição dos preços do trigo nos Estados Unidos. “Os preços descendentes dos grãos foram comunicados ao milho e outros alimentos, disseminando bancarrotas entre fazendeiros, assim como falência entre bancos, nas comunidades rurais, particularmente em 1930...” (KINDLEBERGER, p. ).

Em parte, a verdadeira causa da Grande Depressão foi a expansão da produção fora da Europa durante a Primeira Guerra Mundial nos preços de 1925. Havia também as complicações financeiras das reparações e dívidas de guerra (já citadas e reiteradas novamente aqui). As taxas de juros também estavam mal fixadas (em especial para a libra e o franco francês). A “reciclagem” das indenizações alemãs também suscitou queixas e problemas. As taxas de juros também foram reduzidas em Nova Iorque por volta de 1927 para auxiliar os britânicos à manterem a paridade da libra, mas tal medida poderia ter servido melhor aos propósitos nacionais.

Em 1928, os empréstimos ao exterior foram interrompidos após o *boom* no mercado acionário norte-americano. Sendo assim, a Alemanha e os países periférico começaram a se

revezar em busca de empréstimos de curto prazo. O reduzido influxo de capital deflacionou a economia alemã que tinha o intuito de transferir suas indenizações de guerra para o exterior. Os países da América Latina enfrentaram problemas nos seus balanços de pagamentos tornando-se incapazes de pagar os juros devidos sobre suas dívidas de curto prazo ou de contraírem mais empréstimos. Consequentemente, suas taxas cambiais desvalorizaram-se após o *crash* de 1929 e os preços de suas *commodities* caíram demasiadamente. A recessão afetou os preços e o volume de negócios nos Estados Unidos em virtude do “confisco” de liquidez (reforma do sistema financeiro norte-americano).

Com uma deflação galopante, o bloco do ouro exerceu enormes pressões sobre as reservas bancárias dos norte-americanos ao tentarem converter ouro em dólar. A queda dos preços nos Estados Unidos foi resultado da valorização da moeda em circulação (pois a libra e tudo o que estava atrelado à ela estava desvalorizado) além da redução das reservas bancárias. As falências bancárias disseminaram-se em um processo de *feedback* positivo de queda de preços, e bancarrotas generalizadas. Em 1933 foi decretado feriado bancário nacional e em seguida houve a desvalorização do próprio dólar. Sendo assim, fica bastante evidente que a depressão de 1929 não originou-se apenas nos Estados Unidos conforme acreditam os monetaristas e tão pouco resultou apenas de uma redução autônoma no nível de gastos.

## CONCLUSÃO

Este trabalho destacou a visão de economistas não ortodoxos segundo a qual a Grande Depressão foi resultado da ausência de cooperação internacional por parte das autoridades monetárias assim como da impossibilidade política em se adotar políticas consideradas “pouco populares” para a época do padrão ouro. Embora discordando em alguns aspectos, o enfoque dado por cada um dos autores acima apresentados é sem dúvida nenhuma complementar e bastante esclarecedor. Em particular as visões de Peter Temin e Barry Eichengreen em torno das questões políticas inerentes ao período.

De acordo com Barry Eichengreen, o século XX foi politicamente e economicamente bastante diferenciado do século precedente. A estabilidade da moeda e a conversão ao ouro passaram a não ser mais prioridades inquestionáveis dos bancos centrais e Tesouros nacionais. A priorização da estabilidade interna fez com que a garantia absoluta da estabilidade cambial não fosse mais severamente perseguida. Os movimentos de capitais, fundamentalmente o especulativo, passaram a poder piorar o cenário doméstico ao invés de atenuar um possível desequilíbrio externo. Além disso, e de acordo com a descrição de Kindleberger acerca da crise, a Inglaterra não era mais a hegemonia dominante assim como os Estados Unidos não estava inclinados para desempenharem tal papel perante a comunidade internacional.

Apesar da Primeira Guerra ter sido o choque principal, o próprio padrão ouro, com suas falhas estruturais e instabilidades políticas e econômicas serviu como catalisador do processo de declínio da atividade produtiva e desemprego alarmantes. A ausência de uma nação hegemônica, que desempenhasse o papel de prestador de última instância poderia ter sido eficiente à curto prazo porém no longo prazo seria uma medida insatisfatória para o equilíbrio do sistema conforme destacado por Barry Eichengreen. O mundo e o terceiro mundo aprenderam muito com os anos 30 em termos da importância de cooperarem internacionalmente. Foi uma lição dolorosa mas que felizmente contribuiu positivamente à luz dos fatos atuais no cenário econômico internacional assim como para a criação de diversas instituições multilaterais com o objetivo de coordenarem a economia e prevenir possíveis desequilíbrios internos e externos. A simples restauração do padrão ouro não eliminou as



pressões políticas que estimularam os fluxos de capital especulativos e tão pouco recuperou a estabilidade do período anterior à Primeira Guerra Mundial.

Retaliações comerciais, desvalorizações cambiais competitivas e qualquer outra medida drástica que procure preservar apenas o bem-estar doméstico, nada servem para garantir o desenvolvimento econômico mundial. E neste sentido, os três autores convergem a respeito do tema. Pelo contrário, apenas agravam o bom funcionamento do mesmo. O novo padrão ouro não teve a credibilidade e a durabilidade do regime instuído durante a primeira fase. Foi uma falácia que custou muito caro ao mundo todo. As diferentes opiniões defendidas durante o regime tornaram a cooperação internacional inviável e não permitiam a adoção de políticas unilaterais pois isto contrariava as “regras do jogo” do sistema.

Uma falha sem precedentes da economia industrial assim como a capacidade do regime do ouro em transmitir e propagar choques contracionistas minaram a solidariedade internacional. A crise, conforme destacado pelos três autores, foi internacional na sua origem e não surgiu apenas nos Estados Unidos após um “descuido” por parte das autoridades monetárias norte-americanas. Cada país, passou a defender os seus interesses internacionais e suas reservas em ouro para que crises de confiança em determinada moeda fossem evitadas. Peter Temin defende o enfoque keynesiano sobre uma redução autônoma do nível de gastos que por sua vez culminou com a queda da oferta monetária. Os monetaristas argumentam que uma redução na oferta monetária resultou em uma recessão que por sua vez transformou-se em depressão.

Durante a sua segunda fase, os salários nominais já não dispunham da mesma flexibilidade que antes tinham e não puderam mais ser manipulados para que os custos pudessem ser reduzidos automaticamente. Além disso, alguns países como a França e os Estados Unidos acumularam reservas excessivas em ouro e passaram à praticar políticas de esterilização do metal para que o mesmo não interferrisse no nível de preços das suas economias domésticas. Esta atitude também era contrária ao funcionamento do regime que vigorava durante a Primeira Fase e que resplandecia credibilidade e estabilidade.

Existe uma dificuldade analítica em se chegar a um consenso pois todas as interpretações são complementares e a visão monetarista ainda é bastante presente pois os Estados Unidos haviam se tornado um grande reservatório de reservas de ouro a partir daquele período. Por isso, em 1933, se o Presidente Roosevelt dos Estados Unidos desejasse, a paridade do ouro poderia ter sido mantida ( simplesmente através de medidas que tivessem

força de lei). Mas como a economia doméstica passou à ser prioridade em face das necessidades externas (a necessidade em se combater a deflação), o país simplesmente suspendeu o regime no mês de abril do mesmo ano. A instabilidade cambial, as desvalorizações competitivas, a especulação desestabilizadora, os desequilíbrios nos balanços de pagamentos e a deflação crônica tornaram-se as principais prioridades e não mais a manutenção de um regime monetário clássico e tradicional, porém comprovadamente inviável.

## ANEXO I<sup>16</sup>

<u>País</u>	<u>Ano de adesão ao Padrão Ouro</u>	<u>País (cont.)</u>	<u>Ano de adesão ao Padrão Ouro</u>
Australia	1852	Índia	1899
Canada	1853	Costa Rica	1900
Portugal	1854	Equador	1900
Argentina	1863, 1883, 1903	Filipinas	1903
Uruguai	1863	Estreito de Gilbratar	1903
Colômbia	1871	Siam	1903
Alemanha	1872	México	1905
Suécia	1873	Brasil	1906
Dinamarca	1873	Bolívia	1908
Noruega	1873	Grécia	1910
Holanda	1875	Nicarágua	1912
Finlândia	1877	Áustria-Hungria	-
Bélgica	1878	Santo Domingo	-
França	1878	Haiti	-
Suiça	1878	Bulgaria	-
Estados Unidos	1879	China	-
Turquia	1880	Guatemala	-
Itália	1884	Honduras	-
Egito	1885	Indonésia	-
Chile	1887, 1895	Paraguai	-
Romênia	1890	Pérsia	-
Salvador	1892	Peru	-
Japão	1897	Espanha	-
Rússia	1897	Venezuela	-

Fonte: MEISSNER, 2002, p.7

<sup>16</sup> O símbolo “-” significa que os países em questão simplesmente nunca adotaram o padrão ouro de fato ou permaneceram em alguma forma de bimetalismo.

## ANEXO II

### Estrutura Comercial dos Países Centrais do Padrão Ouro

	A. Troca com outros países centrais.			
	1875	1885	1895	1905
<b>Inglaterra</b>	33.3	34.0	34.9	30.7
<b>França</b>	40.1	35.8	38.3	39.0
<b>Alemanha</b>	–	35.1	33.3	30.8
<b>Estados Unidos</b>	59.3	57.9	53.6	44.6
	B. Troca com países periféricos não pertencentes ao ouro.			
	1875	1885	1895	1905
<b>Inglaterra</b>	65.4	37.5	35.1	17.5
<b>França</b>	50.1	44.2	41.1	28.9
<b>Alemanha</b>	–	47.8	42.0	18.0
<b>Estados Unidos</b>	34.7	26.9	29.5	24.3
	C. Troca / PIB			
	1875	1885	1895	1905
<b>Inglaterra</b>	47.7	49.4	47.6	49.0
<b>França</b>	28.6	30.9	27.6	28.9
<b>Alemanha</b>	–	32.8	31.8	35.8
<b>Estados Unidos</b>	13.2	13.8	12.7	11.9

Fonte: Catão & Solomou, 2003, p.5

### ANEXO III

#### Datas das Mudanças Políticas do Padrão Ouro

<b>País</b>	<b>Retorno ao Ouro</b>	<b>Suspensão do Ouro</b>	<b>Controles Cambiais</b>	<b>Desvalorização</b>
<b>Austrália</b>	Abril de 1925	Dez. de 1929	—	Março de 1929
<b>Áustria</b>	Abril de 1925	Abril de 1933	Outubro de 1931	Setembro de 1931
<b>Bélgica</b>	Outubro de 1926	—	—	—
<b>Canadá</b>	Julho de 1926	Outubro de 1931	—	Setembro de 1931
<b>Tchecoslováquia</b>	Abril de 1926	—	Setembro de 1931	Fevereiro de 1934
<b>Dinamarca</b>	Janeiro de 1927	Setembro de 1931	Novembro de 1931	Setembro de 1931
<b>Estônia</b>	Janeiro de 1928	Junho de 1933	Novembro de 1931	Junho de 1933
<b>Finlândia</b>	Janeiro de 1926	Outubro de 1931	—	Outubro de 1931
<b>França</b>	Agosto de 1926- Junho de 1928	—	—	Outubro de 1936
<b>Alemanha</b>	Setembro de 1924	—	Julho de 1931	—
<b>Grécia</b>	Maio de 1928	Abril de 1932	Setembro de 1931	Abril de 1931

<b>Hungria</b>	Abril de 1925	—	Julho de 1931	—
<b>Itália</b>	Dezembro de 1927	—	Maio de 1934	Outubro de 1936
<b>Japão</b>	Dezembro de 1930	Dezembro de 1931	Julho de 1932	Dezembro de 1931
<b>Latvia</b>	Agosto de 1922	—	Outubro de 1931	—
<b>Holanda</b>	Abril de 1925	—	—	Outubro de 1936
<b>Noruega</b>	Maio de 1928	Setembro de 1931	—	Setembro de 1931
<b>Nova Zelândia</b>	Abril de 1925	Setembro de 1931	—	Abril de 1930
<b>Polônia</b>	Outubro de 1927	—	Abril de 1936	Outubro de 1936
<b>Romênia</b>	Maio de 1927 – Fevereiro de 1929	—	Maio de 1932	—
<b>Suécia</b>	Abril de 1924	Setembro de 1931	—	Setembro de 1931
<b>Espanha</b>	—	—	Maio de 1931	—
<b>Reino Unido</b>	Maio de 1925	Setembro de 1931	—	Setembro de 1931
<b>Estados Unidos</b>	Junho de 1919	Março de 1933	Março de 1933	Abril de 1933

Fonte: Bernanke & James, 1991, p. 37

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNANKE, B. 2004. **“Money, Gold and the Great Depression.”** Federal Reserve Bank of St. Louis.
- BERNANKE, Ben & JAMES, Harold. 1991. **“The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison”**. NBER Working Paper Series.
- BORDO, D. Michael. 1981. **“The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today”**. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- BORDO, D. M; CHOUDRI, U. E; SWHARTZ, J. A. 1999. **“Was Expansionary Monetary Policy Feasible During The Great Contraction? An Examination of the G5 Constraint”**. NBER Working Paper Series.
- CATÃO, Luis & SALOMOU, Solomos. 2003. **“Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment under the Gold Standard”**. IMF Working Papers.
- CRABBE, Leland. 1989. **“The International Gold Standard and US Monetary Policy”**. FED Bulletin.
- DAVIES, Glyn. 2002. **“A History of Money”**. Cardiff: University of Wales Press.
- EICHENGREEN, Barry & TEMIN, Peter. 1997. **“The Gold Standard and the Great Depression”**. NBER Working Paper Series.
- EICHENGREEN, B. 2000. **“A Globalização do Capital”**. São Paulo: Editora 34.
- FISHER, I. 1933. **“The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”**.
- GAZIER, B. 2009. **“A Crise de 1929”**. Porto Alegre: L&PM.
- KINDLEBERGER, Charles. 1992. **“Manias, Pânico e Crashes”**. São Paulo: Nova Fronteira.
- KINDLEBERGER, Charles. 1986. **“The World in Depression: 1929-1939”**. Los Angeles: University of California Press.
- MEISSNER, Christopher. 2002. **“A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard”**. NBER Working Paper Series.
- TEMIN, Peter. 1994. **“The Great Depression”**. NBER Working Paper Series.





