

de Paiva Abreu, Marcelo; Fritsch, Winston

Working Paper

As lições da história: 1929-33 e 1979-8?

Texto para discussão, No. 36A

Provided in Cooperation with:

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Suggested Citation: de Paiva Abreu, Marcelo; Fritsch, Winston (1982) : As lições da história: 1929-33 e 1979-8?, Texto para discussão, No. 36A, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186274>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 36-A

As Lições da História:

1929-33 e 1979-8?

Marcelo de Paiva Abreu

Winston Fritsch



PUC-Rio – Departamento de Economia
www.econ.puc-rio.br

Junho de 1982

Este ensaio discute os limites impostos a uma solução autônoma da atual crise brasileira, como tentado com sucesso durante a grande depressão, e mostrar como certas características de comportamento que hoje se delineiam na economia mundial podem levar a sua desintegração, como ocorrido no período de entre-guerras.

Endividamento, instabilidade e crise na economia mundial do entre-guerras

Um dos aspectos mais marcantes dos anos que precedem o início da longa depressão de 1929-33 foi a vigorosa recuperação da economia mundial a partir de meados dos anos vinte, após o período de instabilidade marcado pela explosão e colapso dos preços internacionais no imediato pós-guerra e sua seqüela de desequilíbrios monetários e cambiais, exacerbadas pelas incertezas associadas à liquidação das grandes reparações alemãs e das dívidas interaliados. A recuperação dos fluxos de comércio, acompanhada pelo crescimento acelerado do investimento internacional, parecia, a partir de 1925, haver relegado definitivamente ao passado a instabilidade dos primeiros anos do pós-guerra.

As origens dessa rápida retomada do crescimento da economia mundial devem ser buscadas nos efeitos sobre o volume de comércio provocados pela recuperação da economia americana a partir de 1922-23, pelo realinhamento realista da paridade cambial da maioria das moedas em relação ao dólar após a crise do pós-guerra e pelo reestabelecimento do equilíbrio monetário e cambial da Alemanha após o empréstimo de estabilização Dawes em 1924. Deslanchada a recuperação do comércio mundial, o dinamismo e persistência da expansão até 1928 seria sustentado pelos maciços investimentos norte-americanos e europeus, que se seguiram ao retorno generalizado das principais nações comerciais ao padrão-ouro, após o reestabelecimento da paridade-ouro e plena conversibilidade da libra esterlina em 1925, e do ressurgimento de Londres como centro financeiro internacional. Esse aumento explosivo do investimento internacional, dirigido em maior parte à Alemanha e aos principais países primário-exportadores, ao garantir a manutenção de superávits globais nas transações externas desses países, permitiu a manutenção da estabilidade cambial apesar da redução dos saldos em conta corrente que acompanha o crescimento acelerado das importações durante o boom nos países devedores e, pela ligação entre as condições de crédito doméstico e a posição externa no regime do padrão-ouro, reforçou os efeitos expansionistas do crescimento da renda induzido pela recuperação mundial.

Deve ser notado, entretanto, que esse círculo virtuoso de crescimento da economia mundial não foi compartilhado em igual extensão pelos diversos países, nem prosseguiu sem problemas e tensões. Importantes partes da Europa permaneceram praticamente estagnadas: o pequeno grupo de países que, a exemplo da Inglaterra, optou por reestabelecer a paridade-dólar do pré-guerra, apesar dos

sensíveis diferenciais de inflação experimentados em relação a seus principais parceiros comerciais e dos efeitos irreversíveis da guerra sobre a vitalidade de sua posição externa; a Itália, a partir da valorização da lira por Mussolini em 1927; e os vários países do leste da Europa, cuja recuperação exigia um doloroso reajustamento de suas tradicionais estruturas econômicas às novas fronteiras redesenhadas ao sabor do casuísmo político em Versalhes.

Alguns países primário-exportadores sofreram com desequilíbrios verificados nos mercados de seus principais produtos de exportação. Deve ser notado, entretanto, que a visão, comum no início dos anos trinta, de que teria havido superprodução e queda sensível dos preços desses produtos antes do grande desequilíbrio de 1929, deve ser qualificada. Excetuando-se o caso da borracha, cujos preços caem vertiginosamente após o colapso do esquema inglês de sustentação em 1926, o índice de preços dos produtos primários experimenta um contínuo, mas suave, declínio entre 1925 e 1928, acompanhado, entretanto, de persistente melhora dos termos de troca em relação às manufaturas. Por outro lado, embora seja impossível uma generalização sobre o comportamento dos diversos produtos primários, pode-se afirmar que, especialmente no caso de alimentos e matérias primas agrícolas, ao estímulo da do pela redução drástica dos excedentes exportáveis europeus durante a guerra – como nos casos notáveis do trigo e do açúcar – somou-se, em vários países produtores, o estímulo do colapso cambial após a crise de 1920-21, provocando, de fato, um aumento sensível da oferta desses produtos. A manutenção de níveis relativamente favoráveis de preços a seus produtores após o aumento da capacidade produtiva – e, em vários casos, da produtividade – e normalização da oferta europeia, só foi possível graças ao progressivo crescimento dos estoques mundiais, facilitado pelas excepcionais condições de crédito vigentes durante a recuperação da economia internacional. Com a rápida deterioração das condições de demanda nos mercados de commodities a partir de 1929, esses estoques contribuiriam para maior instabilidade da economia mundial.

A condição fundamental para o prosseguimento do boom era, todavia, a manutenção dos crescentes níveis de endividamento externo dos principais países tomadores. Isto dependeria, por um lado, do prosseguimento das condições extremamente favoráveis nos principais mercados financeiros internacionais e, de outro, da perspectiva de manutenção da estabilidade cambial por parte dos devedores, dada a sensibilidade dos investidores em relação a desvalorizações cambiais nesses países. É importante notar, entretanto, que a medida que o *boom* progredia, a manutenção da estabilidade cambial na maioria dos países devedores passava a depender, por sua vez, da continuidade dos fluxos de capital: no caso da Alemanha, apesar de maciços investimentos diretos norte-americanos, os empréstimos eram cruciais para evitar que o serviço das obrigações de guerra inviabilizassem políticas domésticas expansionistas em condições de plena conversibilidade, enquanto que, no caso dos países primário-exportadores, permitiam a manutenção da estabilidade cambial face ao aumento

acelerado da importação de bens de produção que caracteriza a fase ascendente do ciclo nesses países. As economias devedoras encontravam-se assim na posição do ciclista que deve continuar pedalando para não cair. De fato, deveriam pedalar aceleradamente, pois a maior parte dos empréstimos nos anos iniciais da recuperação haviam sido lançamentos associados à constituição de reservas visando a implantação de planos de estabilização monetária ou outros empréstimos públicos ligados a programas de obras públicas, para os quais havia enorme demanda reprimida desde a desorganização dos mercados financeiros internacionais em 1914, mas cuja capacidade de geração de divisas era, em geral, limitada.

A oferta de um crescente volume de crédito externo dependeria, entretanto, da manutenção do frágil equilíbrio no qual, a partir de 1925, passa a repousar a estabilidade monetária internacional em consequência da vulnerabilidade da posição externa inglesa. A recuperação da posição de Londres como centro de reserva internacional, ao lado de Nova Iorque, só havia sido possível pela utilização muito mais intensa de reservas em moeda após a reconstrução do padrão-ouro, justificada pela alta do nível mundial de preços em relação ao ouro verificada desde 1914 e pelo crescimento do volume de comércio sem a contrapartida de um aumento compensatório na produção do metal. Assim, com o progressivo acúmulo de um grande volume de obrigações externas de curto prazo era Londres, a estabilidade da libra passaria a depender crucialmente da manutenção de expectativas favoráveis sobre a posição externa inglesa, apesar dos efeitos deletérios da liquidação de grande parte dos ativos internacionais no financiamento do esforço de guerra, da sobrevalorização da libra após o retorno a paridade do pré-guerra em 1925 e da crescente exportação de capital após 1926, sobre o balanço de pagamentos da Inglaterra.

Nessas condições, a manutenção da estabilidade monetária mundial passou a depender crucialmente da cooperação entre as autoridades monetárias dos principais centros financeiros internacionais. A política monetária seguida pelos Estados Unidos a partir de 1926 é informada quase que exclusivamente pela intenção de evitar a criação de diferenciais de taxas de juros em relação aos centros financeiros europeus de forma a não pressionar a frágil posição da libra. O papel estabilizador desempenhado pelos Estados Unidos é, assim, o principal responsável pela recuperação dos fluxos internacionais de capital, onde Londres volta a desempenhar papel relevante e, portanto, pela manutenção das condições favoráveis do crédito internacional. A continuidade de tais condições dependeria, entretanto, da subordinação dos objetivos da política monetária americana ao interesse da estabilidade financeira mundial.

A crescente vulnerabilidade externa dos países devedores em relação a perturbações no frágil equilíbrio do sistema monetário internacional tornar-se-ia visível com o início de tensões crescentes a partir de fins de 1928. Os problemas têm origem nas pressões da aceleração do *boom* especulativo

em ações na bolsa de Nova Iorque sobre as taxas de juros americanas, que já se fazia sentir desde o início desse ano e são reforçadas no segundo semestre quando as autoridades monetárias americanas optam, finalmente, por abandonar a política de crédito fácil seguida desde 1926, para arrefecer o ímpeto da especulação em Wall Street. Em consequência, a progressiva ascensão das taxas de juros de curto prazo no mercado monetário de Nova Iorque altera radicalmente o direcionamento das aplicações financeiras norte-americanas, provocando abrupta redução no volume de empréstimos ao exterior no segundo semestre de 1928. Embora o custo do dinheiro em Nova Iorque continuasse elevado durante a primeira metade do ano seguinte, os países devedores conseguem aproveitar-se das taxas mais baixas ainda praticadas em Londres. A promissora recuperação do volume de investimento internacional no primeiro semestre de 1929 reflete, de fato, certa recuperação dos empréstimos públicos na medida em que as autoridades governamentais dos países devedores reagem para readquirir controle sobre sua posição externa, afetada pela redução abrupta dos saldos em conta de capital verificados no ano anterior.

Por volta de meados de 1929, entretanto, com a manutenção prolongada de altas de juros em Nova Iorque começam a avolumar-se problemas nos mercados financeiros europeus. As maiores complicações ocorrem em Berlim, onde os bancos, durante a expansão mundial, acumularam 57% da enorme dívida externa alemã, de quase 7 bilhões de dólares, em obrigações de curto prazo, resultantes de empréstimos feitos em grande parte por bancos americanos que, nas novas circunstâncias, aceleram a liquidação desses empréstimos.

As pressões sobre os sistemas financeiros europeus impostas pela nova política monetária americana acabam por concentrar-se em Londres, centro de reservas e maior mercado financeiro da Europa, à medida em que as autoridades monetárias e bancos estrangeiros tentam recompor sua liquidez, somando-se à demanda das vultosas reconversões de capitais franceses investidos a curto prazo em Londres, que retomavam após a estabilização *de jure* do franco em fins de 1928. Essas grandes saídas de capital de curto prazo, que mesmo o aumento da taxa de redesconto do Banco da Inglaterra em fevereiro para acima da taxa de redesconto em Nova Iorque não conseguiu arrefecer, ocorrem em um momento particularmente delicado, pois Londres já estava sob pressão de tomadores de longo prazo cujo acesso ao mercado financeiro americano estava temporariamente bloqueado. As reservas inglesas começam a cair perigosamente em julho; em agosto o Federal Reserve Bank of New York eleva novamente sua taxa de redesconto; em setembro as autoridades inglesas reagem para defender suas reservas com um novo aumento da taxa do Banco da Inglaterra e o virtual fechamento de Londres a empréstimos estrangeiros de longo prazo.

Paralelamente ao nervosismo crescente nos principais mercados financeiros europeus e ao aumento das tensões nos países devedores, os níveis de atividade na gigantesca economia americana

– responsável em 1928 por 48% da produção industrial das 23 maiores economias industriais, incluindo a União Soviética, e por 39% das compras internacionais dos 9 principais produtos primários efetuadas por seus 15 maiores importadores – estagna e começa a declinar após um período de sete anos de contínuo crescimento. A discussão da controversa questão das causas da reversão cíclica americana é irrelevante para o argumento principal desta seção, que procura enfatizar os efeitos recessivos cumulativos sobre a economia mundial que se seguem ao início da depressão nos Estados Unidos¹. É suficiente notar, apenas, que em 1928 a despesa na indústria de construção civil, um dos fatores básicos do dinamismo americano nos anos vinte, já começara a declinar, em abril de 1929 a produção de automóveis, outra indústria líder no *boom*, inicia uma queda acentuada, e em junho o índice da produção industrial atinge o ponto de reversão superior. A recessão, entretanto, não é abrupta. O nível de emprego atinge seu máximo em julho e não começa a declinar antes de outubro. Todavia, seus efeitos sobre as expectativas de desempenho industrial são suficientes para que, junto com o início da retirada acelera da de fundos estrangeiros do mercado de dinheiro de Nova Iorque após o aperto das condições monetárias na Europa, iniciar um processo cumulativo de liquidação das posições especulativas em Wall Street a partir de fins de setembro. Em 23 de outubro o índice Dow Jones cai 21 pontos; na semana seguinte, mais 76. A crise de confiança que se segue ao colapso do preço das ações acentuará as tendências recessivas presentes desde meados do ano.

A recessão industrial americana não é um fato isolado. A atividade industrial na maioria dos países desenvolvidos tende à estagnação em torno de meados de 1929, ou mesmo antes, como no caso da maioria dos países devedores primário-exportadores, as sim que se fazem sentir os efeitos diretos e a transmissão internacional das pressões deflacionárias originadas de Nova Iorque desde 1928. Entretanto, não pode haver dúvida de que a aceleração da queda do nível de atividade nos Estados Unidos, atingindo a economia mundial num momento em que pressões recessivas causadas pela interrupção dos fluxos de capital sobre a posição externa e o crédito doméstico nos países devedores já se fazia sentir, desferiu um golpe decisivo sobre a estabilidade econômica mundial pela simples magnitude relativa da economia americana. Por outro lado, a violência dos efeitos da depressão americana sobre a economia mundial a partir de 1929 não resulta apenas da velocidade do colapso de produção e preços nos Estados Unidos que é bastante inferior à verificada durante a depressão de 1920-21. No que diz respeito a seus efeitos sobre a economia mundial, os aspectos mais importantes da depressão americana são sua longa duração de quase cinco anos e a diferença significativa e persistente entre a queda do nível de atividade nos Estados Unidos e a verificada em outros países para os quais existe registro estatístico². São características da recessão americana que,

¹ Para uma revisão da literatura recente sobre as causas da recessão americana, ver Aldcroft, D. H., *From Versailles to Wall Street; 1919-1929*, Allen Lane, Londres, 1977, Cap. 11.

² Em relação ao ano de 1929 a produção industrial americana cai 26% até o último trimestre de 1930 e 40% até o último

ao tornar insuportáveis as tensões já existentes na economia internacional levariam, finalmente, à sua desintegração.

As primeiras vítimas do longo e cumulativo processo recessivo iniciado no último trimestre de 1929 foram os países periféricos, a partir do momento em que à nova paralização do fluxo de investimentos externos a partir do início das tensões monetárias na Europa, somou-se o colapso generalizado dos preços dos produtos primários nos últimos meses do ano. Entretanto, apesar de rápida queda em suas receitas de exportação, perda de reservas e consequente contração monetária, a maioria desses países não abandonou de imediato o padrão-ouro. A principal razão para este comportamento aparentemente irracional é – além dos preconceitos da ortodoxia monetária e cambial da época – a generalização da expectativa de recuperação durante a primeira metade de 1930, baseada na substancial redução das taxas de juros praticadas nos principais centros financeiros, na retomada de um volume quase normal de empréstimos externos e na recuperação dos preços das ações em Nova Iorque e principais bolsas europeias verificadas durante os primeiros meses do ano.

Todavia, na ausência de recuperação da demanda internacional, os preços dos produtos primários continuam caindo e, mesmo com os empréstimos – conseguidos às pressas pelos governos dos países exportadores durante os primeiros meses de 1930 para defender suas reservas, a magnitude de seus déficits em conta corrente acabariam por acentuar as perdas de ouro e evidenciar a inviabilidade política da enorme contração monetária a elas associada. Um a um os países da periferia são forçados a abandonar o padrão-ouro e experimentar substanciais desvalorizações cambiais, com efeitos depressivos adicionais sobre os preços internacionais de seus principais produtos de exportação. Por sua vez, o processo de desintegração do padrão ouro na periferia, acompanhada de crises políticas intensas em grande número de países, acaba por destruir a confiança dos investidores nos países centrais e, já na segunda metade de 1930, o volume de empréstimos a eles dirigidos retornam a níveis baixíssimos dos quais não voltariam a recuperar-se.

A partir de meados de 1930, à medida em que prossegue a recessão americana, aprofunda-se a crise na periferia, voltam a cair as cotações das ações e o volume de investimentos externos na Europa e nos Estados Unidos, e o Congresso americano – numa demonstração de seu legendário isolacionismo – aprova uma tarifa protecionista, esvaem-se as esperanças de uma rápida recuperação. Inicia-se então uma nova etapa do processo recessivo, no qual a crescente fragilidade da estrutura industrial e financeira das economias da Europa Central, polarizadas pela Alemanha, e da posição externa inglesa, acabariam por provocar a ruptura definitiva do sistema monetário internacional.

trimestre de 1931. As quedas equivalentes para o resto do mundo são, respectivamente de 13% e* 21%. Até meados de 1932, quando se inicia a recuperação em vários países, mas não nos Estados Unidos, a produção industrial americana havia caído 51% contra 31% no resto do mundo. Lary, H. B., *The United States in the World Economy*, U.S. Department of Commerce, Economic Series nº 23, U.S.G.P.O., Washington, 1943, p. 171.

Ao contrário da situação nos Estados Unidos, a reversão da queda do nível de atividade na Alemanha – então a segunda potência industrial e maior devedor do mundo – encontrava um sério obstáculo na crescente vulnerabilidade de sua posição externa desde o fim do *boom* de investimentos internacionais. Esse conflito é resolvido a favor do objetivo de manutenção do equilíbrio externo a partir de março de 1930 pela adoção de uma política deflacionária que, atingindo a economia alemã quando a recessão interna já provocara uma queda de 18% no produto industrial e gerara meio milhão de desempregados desde a reversão de meados de 1929, provocaria uma queda adicional de 20% no produto industrial e um aumento de 2.3 milhões no número de desempregados no período de um ano. Os efeitos da aceleração da depressão industrial sobre o sistema financeiro alemão mostraram ser desastrosos, não só pela estreita ligação então existente entre os bancos e a indústria como porque seus custos sociais levariam a uma grave polarização política após as eleições parlamentares de setembro de 1930 que, ao aumentar a incerteza sobre o futuro da política econômica alemã, provocaria um processo de liquidação acelerada dos depósitos estrangeiros de curto prazo. Por outro lado, a depressão alemã teria reflexos profundos sobre as economias tributárias da Europa Central.

Em maio de 1931 os problemas avolumam-se. A falência do Creditanstalt, um grande Banco de Viena, coloca pressões adicionais sobre o mercado financeiro de Berlim e uma grande queda das reservas oficiais alemãs. Negociações iniciadas em junho com o governo americano, visando uma moratória temporária das dívidas oficiais alemãs, arrastam-se em discussões para atender exigências políticas francesas. No fim desse mês um crédito de emergência é fornecido pelo Bank for International Settlements e pelas autoridades monetárias americanas, inglesas e francesas, mas em 5 de julho já havia sido dissipado. No dia seguinte os franceses aceitam os termos da moratória, mas a retirada maciça dos empréstimos estrangeiros de curto prazo já havia colocado em perigo a estrutura bancária alemã. Em meados de julho os créditos externos são bloqueados em Berlim e quando os bancos credores procuram reestabelecer sua liquidez para compensar os efeitos dessa medida sacando sobre suas reservas em Londres, as pressões se transferem para a libra.

Entretanto, a posição externa inglesa deteriorara sensivelmente a partir de 1929. O agravamento da crise nos países primário-exportadores cujos mercados absorveram, em 1929, 58% do valor das vendas britânicas, provocara uma enorme queda de sua receita de exportações. A substancial receita de fretes marítimos que, em tempos normais, constituíam importante fonte de divisas para a Inglaterra, reduzira-se progressivamente com a contração do comércio internacional e os rendimentos das inversões inglesas no exterior também haviam sido afetados sensivelmente pela recessão mundial.

Se, em condições normais de funcionamento da economia mundial, a posição da Inglaterra como centro de reservas permaneceu como fonte de preocupação, sua crescente fragilidade em meados de 1931 seria incapaz de inspirar a confiança necessária em um momento de crise. Em 21 de

setembro a Inglaterra declara a inconvertibilidade da libra.

As reações imediatas à decisão inglesa foram variadas. O Japão e os poucos países periféricos que ainda se agarravam às suas paridades-ouro e mantinham relações comerciais importantes com a Inglaterra, com a exceção da África do Sul, acompanham a desvalorização da libra. As grandes economias industriais, entretanto, por diversos motivos, não o fazem. Os Estados Unidos e a França, possuidores de amplas reservas metálicas, mantêm-se no padrão-ouro. A Alemanha, onde a memória dos pesadelos da hiperinflação de 1923 ainda estava viva, mantém a paridade artificial em relação ao dólar. Assim, a violenta desvalorização de quase 30% experimentada pela libra afetaria profundamente as exportações dos países industriais, reforçando ainda mais as pressões deflacionárias existentes na economia mundial que a leve recuperação inglesa a partir de fins 1932 não consegue reverter. A partir de então, generaliza-se a introdução de controles diretos sobre o comércio exterior e vários países devedores são obrigados a negociar moratórias em suas dívidas externas ao interromperem-se definitivamente os fluxos internacionais privados de capital, que só se reestabeleceriam de forma significativa após um período de mais de três décadas. Finalmente, após a posse de Roosevelt em março de 1933 em meio a uma profunda crise bancária e com o investimento bruto nos Estados Unidos aproximando-se de zero, o governo americano, com suas reservas sob pressão por vários meses, abandonaria também o padrão-ouro e implementaria o conjunto de medidas fiscais e de reconstrução industrial que provocariam a recuperação da economia americana e, por via indireta, da economia mundial.

A economia brasileira e a grande depressão

O Brasil, como a grande maioria dos países primário-exportadores, ampliou de forma considerável seus laços financeiros com o exterior a partir de meados da década de 20, com base, em particular, na captação de empréstimos públicos de longo prazo – federais, estaduais, municipais e relacionados à política do café – preponderantemente em Nova Iorque. Essa aceleração do endividamento externo brasileiro está intimamente relacionada aos aspectos fundamentais da política econômica adotada na segunda metade da década de 20: valorização do café e estabilização cambial.

A política de valorização do café, viabilizada pela baixa elasticidade preço da demanda por café e pela alta participação do Brasil na oferta mundial do produto, objetivava controlar a oferta brasileira, evitando a queda de preços na ocorrência de super safras, a consequente queda das receitas de exportação e a deterioração da renda dos cafeicultores. O Brasil já havia adotado tal política com razoável sucesso, também com base em endividamento externo, antes de 1914 e durante a depressão mundial do início dos anos 20. Entretanto, a valorização do café a partir de 1926 não incluía o controle

eficaz da expansão da capacidade produtiva doméstica, o que era uma condição vital para o seu sucesso no médio prazo, na medida em que a valorização implicava em remuneração “artificial” da cafeicultura, estimulando o plantio. A incapacidade de controlar essa expansão da capacidade tornava explosivo o crescimento da capacidade de produção, o que agravaria as dificuldades de ajustamento externo da economia brasileira após 1929.

A estabilização cambial – meta desejável para diversos interesses, entre eles os do café que não desejavam ver a taxa cambial valorizada pelos aumentos de preços provocados pela política de valorização e conseqüentemente reduzida sua renda em moeda doméstica – é assegurada pela adoção pelo Brasil do *gold exchange standard*, a exemplo do ocorrido na grande maioria dos países primário-exportadores sob o ativo estímulo dos bancos internacionais, com a criação da Caixa de Estabilização em fins de 1926. O aumento das reservas da caixa propiciado pelo movimento favorável de capitais que prevalece até meados de 1928 permite o aumento contínuo da liquidez doméstica. Sob diversos pontos de vista, portanto, é claro o caráter reflexo da economia brasileira em relação aos desenvolvimentos da economia internacional: a estabilidade doméstica depende crucialmente da manutenção do substancial movimento de entrada de capitais estrangeiros.

A crise começa no Brasil em meados de 1928 como resultado da redução drástica da entrada de capitais, atraídos pela maior expectativa de ganho associada ao *boom* do mercado de ações de Wall Street. Num segundo momento, essa redução na liquidez internacional foi agravada pela política monetária americana, já mencionada na seção anterior, e seu impacto indireto sobre outras praças financeiras além de Nova Iorque. O impacto dessa brusca redução da liquidez internacional sobre a economia brasileira é obviamente agravado pela crise de confiança provocada pelos problemas monetários na Europa e pelo colapso da bolsa de Nova Iorque em outubro de 1929. A situação do café é ainda agravada pela ocorrência da super safra de 1929: antes mesmo da quinta-feira negra já haviam silenciado, sem munição, os corretores do Instituto do Café de São Paulo na bolsa de Santos – iniciando-se a vertiginosa queda dos preços do café no mercado internacional. Por razões que provavelmente têm a ver com a incerteza sobre a possível duração e magnitude da crise, as autoridades federais recusam-se a socorrer a valorização paulista, insistindo na aceleração das vendas de café, em uma política fiscal ortodoxa e na aderência estrita ao padrão ouro com seu conseqüente impacto deflacionário à medida que se reduzem as reservas da caixa de estabilização.

Ao impacto do colapso da valorização cafeeira soma-se a contração da demanda associada à queda do nível de atividade nos mercados consumidores de produtos brasileiros, reduzindo-se drasticamente as receitas de exportação e o balanço de pagamentos, portanto, é pressionado tanto pela interrupção dos fluxos que se haviam tornado “normais” durante o surto especulativo dos anos 20, quanto pela redução dos valores exportados.

O ajustamento brasileiro a esta brutal crise nas suas contas externas seguiu aproximadamente a sequência adotada por outros países primário-exportadores duramente atingidos pela crise. Inicialmente, com base na crença de que o bom comportamento poderia dar frutos no caso de o mercado financeiro normalizar-se no curto ou no médio prazo, enquanto os setores da política econômica tentavam inutilmente sensibilizar os banqueiros internacionais em relação à gravidade dos problemas que afetavam a economia brasileira as reservas acumuladas durante o período de grande endividamento externo foram dissipadas na defesa da paridade do mil-réis até fins de 1930. A inevitável depreciação cambial, no caso do Brasil como no de outros países primário-exportadores que respondem por parcela substancial da oferta de produtos específicos, em geral caracterizados por inelasticidade preço da demanda, teve como consequência indesejável a redução dos preços internacionais desses produtos e, conseqüentemente, das receitas de exportação. Além disto, a desvalorização cambial onerou substancialmente a execução dos orçamentos públicos, pois implicou em aumento dos encargos relacionados ao serviço da dívida externa e erodiu as receitas públicas, baseadas, de forma preponderante, nos fluxos de comércio internacional nos planos federal e estadual.

Assim sendo, a depreciação cambial foi, na medida do possível, controlada pelas autoridades governamentais, adotando-se a partir de setembro de 1931 instrumentos administrativos de controle da distribuição de divisas que compatibilizassem oferta e demanda por divisas conversíveis.

Esses instrumentos resultaram ser insuficientes para garantir o nível de importações requerido pela taxa mínima de crescimento do produto que se presumia politicamente suportável. Como medidas adicionais para reduzir a demanda por; divisas foram acumulados atrasados comerciais e financeiros bem como radicalmente reduzido o serviço da dívida pública externa. A sucessiva acumulação de atrasados comerciais e financeiros e seu eventual descongelamento através da negociação “forçada” de créditos de médio prazo substituiu, embora de forma limitada e precária, os fluxos “normais” de capitais de longo prazo típicos do período anterior a 1928. A redução do serviço da dívida pública externa, por seu lado, corresponde talvez à mais importante forma de acomodação da economia brasileira em relação à maciça crise de balanço de pagamentos que se manifesta a partir de 1929.

A dívida externa brasileira em 1930 era basicamente pública, totalizando £253 milhões dos quais £163 milhões referentes a empréstimos em libras e £77 milhões a empréstimos em dólares. Essa dívida pública – federal, estadual, municipal e referente à valorização do café – era constituída por títulos de longo prazo lançados nas principais praças financeiras por intermediários que, via de regra, não conservavam tais títulos em suas carteiras. A maior parte desses títulos fazia parte da carteira de *trust funds* ou de investidores individuais.

O estoque referente à dívida pública externa em 1930 pode ser, de forma algo simplista,

dividido em dois grandes agregados equivalentes: um, correspondente aos títulos pós-1914 essencialmente denominados em libras, caracterizados por prazos extremamente longos e baixas taxas de juros – da ordem de 4% – e outro aos empréstimos da década de 20 com prazos mais curtos de amortização e taxas de juros mais altas – tipicamente 8%. O risco característico do Brasil não onerava a taxa de juros nominal sendo cobrado à época do lançamento dos títulos na forma de desconto; por outro lado, as taxas de juros eram fixas, não variando de acordo com as condições dos mercados financeiros internacionais após a negociação inicial. Em função dessas condições o serviço da dívida antes de 1930 tipicamente absorvia menos de 20% das divisas geradas pelas exportações totais e, mesmo em 1931, o ano mais desfavorável durante a crise, tal serviço não ultrapassaria 40% do valor das exportações.

É relevante mencionar que, no século XX, a despeito dos longos prazos de amortização e baixas taxas de juro da dívida pré-1930, apenas entre 1911 e 1914 e entre 1927 e 1931 o serviço da dívida externa brasileira foi pago integralmente, pois as severas crises cambiais do final da década de 90 e de 1913-14 foram contornadas com o lançamento de empréstimos de consolidação que previam o financiamento automático do pagamento de juros de empréstimos federais através do lançamento de novos títulos (por um período de 3 anos) e o adiamento dos planos de amortização por treze anos. É claro, portanto, que o significativo aumento da dívida externa brasileira na década de 20 ocorreu a despeito de sinais anteriores de incompatibilidade entre a velocidade de crescimento da dívida e a capacidade de geração de divisas da economia.

Na medida em que entra em colapso o mercado internacional de capitais de longo prazo para o Brasil a partir de meados de 1930, reduz-se consideravelmente o incentivo à continuação do pagamento normal do serviço da dívida pública externa. Esse incentivo é obviamente tanto menor quanto mais claro fosse que o mercado de capitais não se normalizaria. O fechamento dos mercados financeiros internacionais não é obvio no curto prazo: durante 1930 e até que a Inglaterra abandone o padrão-ouro em setembro de 1931 as autoridades brasileiras envolvem-se em elaborei do minueto, simulando interesse na adoção de políticas ortodoxas desde que fosse possível obter empréstimos adicionais em Londres.

Em setembro de 1931, o governo federal, à sombra da desvalorização da libra, mas ainda não totalmente desesperançado quanto a possibilidade de normalização, no médio prazo, dos mercados financeiros, simplesmente adia o pagamento da parte substancial de seus compromissos relativos à dívida externa até 1934, através de um empréstimo de consolidação (*funding loan*) similar aos de 1898 e 1914 sem, entretanto, prever o adiamento das amortizações além de três anos. A dívida externa não-federal (estados, municípios e café) não é objeto de interferência por parte do governo federal pois correspondia a transações diretas entre tomadores de empréstimos e banqueiros, sem

interveniência do governo federal, de acordo com as regras da descentralização vigente durante a República Velha.

A recuperação da economia brasileira é rápida e precoce apesar da ortodoxia basicamente formal do Governo Provisório no seu primeiro ano. Esse desempenho é resultado da política de gastos públicos – relativa ao café e às despesas regulares da União – que redundava em significativos déficits orçamentais e do controle das importações, que resulta em substancial expansão do saldo do balanço comercial. A indústria tem condições de responder, a curto e médio prazos aos estímulos oriundos da proteção absoluta implícita no controle de importações sem pressionar excessivamente o balanço de pagamentos através de aumento da demanda por bens de capital em vista da considerável capacidade ociosa existente no final dos anos 20, especialmente nos gêneros industriais produtores de bens de consumo não-durável competitivos com importações. A política expansionista adotada no Brasil é, portanto, compatível com os graus de liberdade associados à tendência à queda dos preços internacionais e à capacidade ociosa existente em determinados setores da economia doméstica.

A recuperação da economia mundial a partir de 1933-34 não implica na reabertura dos mercados financeiros e tem impacto modestamente favorável sobre o *quantum* exportado pelo Brasil. O *funding loan* de 1931, por outro lado, é inconveniente tanto para o Brasil, que assiste ao rápido aumento da sua dívida em circulação, quanto para a maioria dos credores que nada recebiam como pagamento do serviço da dívida. Com a expiração do *funding loan* em 1934 é negociado com os credores novo acordo temporário, o “esquema Aranha”, que implica em redução substancial do serviço em relação às bases contratuais: de £24 milhões de libras por ano para algo em torno de £8 milhões. O conjunto de empréstimos públicos é gradado em 8 categorias de acordo com sua “qualidade”: quanto mais baixa a categoria na qual um determinado empréstimo é incluído, menores as proporções dos juros e amortizações contratuais efetivamente pagas. Enquanto a redução dos pagamentos referentes a amortizações implica, pelo menos em princípio, apenas no adiamento desses pagamentos, não havendo redução no principal dos empréstimos, as reduções incidentes sobre juros significam redução efetiva das taxas de juros fixadas contratualmente.

Nem mesmo o serviço reduzido tal como previsto no esquema pode, entretanto, ser sustentado: com a nova deterioração do balanço de pagamentos em 1937 que resulta da nova crise norte-americana, logo após o golpe de novembro, Getúlio Vargas, em nome do Estado Novo, declara que o Brasil unilateralmente suspenderá o pagamento do serviço da dívida pois o governo julga mais importante manter as importações essenciais ao “reaparelhamento” da economia e das forças armadas.

Essa situação perdura até meados de 1940 quando, com a melhora do balanço comercial brasileiro, são retomados os pagamentos, mas em bases ainda mais modestas do que em 1934: o

serviço anual fixado é da ordem de £4 milhões. Finalmente, em 1943 será negociado com os credores um acordo definitivo que resulta em substancial redução dos encargos nominais do serviço da dívida, além da redução do seu valor real decorrente do adiamento de pagamentos num quadro de inflação mundial. É reconhecida assim, formalmente a incompatibilidade entre o serviço contratual e a capacidade a longo prazo de geração de divisas da economia brasileira.

O que permitiu esse comportamento por parte do Brasil, especialmente a partir de 1937? De um lado não há qualquer dúvida de que o Reino Unido, o credor que considerava mais importante a manutenção do serviço, não tinha condições de pressionar o governo brasileiro pois – em claro contraste com sua posição, por exemplo, na Argentina – pouco importava do Brasil. Em contraposição, os Estados Unidos, que tinham possibilidade de pressionar o Brasil em vista da importância do seu mercado para as exportações brasileiras, adotam uma posição relativamente passiva na arena financeira tendendo, sob a inspiração de Roosevelt, a considerar os problemas relacionados à dívida brasileira como fora da alçada do governo a menos que houvesse discriminação dos credores norte-americanos. Adicionalmente, o exercício do poder de barganha norte-americano violaria os princípios básicos da política econômica externa norte-americana que se assentavam, a partir de 1934, sobre o multilateralismo em oposição ao bilateralismo adotado pelos principais países europeus. No quadro sul-americano, além disto, não interessava aos Estados Unidos hostilizar o Brasil, única alternativa à preeminência da Argentina ainda integrada ao mercado britânico.

Pode-se aprender com a História?

A exemplo do ocorrido no final dos anos vinte, o comportamento da economia brasileira na última década, como o de vários países subdesenvolvidos não produtores de petróleo, caracterizou-se pelo convívio de taxas relativamente altas de crescimento do produto com endividamento externo crescente. O equilíbrio delicado deste modelo voltou a ser rompido em 1979 como subproduto de políticas recessivas de combate à inflação seguidas pelas principais economias industriais a partir do segundo choque do petróleo. A redução do dinamismo das economias centrais e a elevação das taxas de juros internacionais que acompanharam a implementação dessas políticas, tiveram forte impacto sobre o balanço de pagamentos em conta corrente dos países devedores, por seus efeitos sobre os preços dos produtos por eles exportados e sobre o montante dos juros de suas dívidas.

Os traços básicos do comportamento da economia mundial e os problemas atualmente enfrentados pelo Brasil guardam, assim, alguma semelhança com a situação dos anos iniciais da grande depressão, descrita nas seções anteriores.

Países como o Brasil defrontam-se com sérios problemas cambiais que tendem a tornar-se

incontroláveis na medida em que a operação normal dos mercados financeiros é abalada por crises de confiança decorrente da inadimplência de outros países devedores, com impacto sobre sua capacidade de captação de recursos externos. A capacidade brasileira de endividamento também é afetada pelo crescente excedente mundial de oferta de produtos cujas expectativas de vendas futuras serviam de garantia à parte substancial do fluxo de investimentos estrangeiros. Guardadas as devidas proporções este é o caso tanto dos empréstimos associados à sustentação dos preços do café no final dos anos vinte, quanto dos recursos externos mobilizados para a execução de alguns grandes projetos de exportação de matérias primas ora em vias de paralização.

Embora a estrutura econômica do Brasil tenha ganho extraordinariamente em complexidade desde a década de vinte e a despeito da ênfase da política econômica desde 1967 em medidas que busquem obter maior grau de abertura e participação no mercado financeiro internacional, o envolvimento comercial e financeiro efetivo da economia brasileira com a economia internacional é similar ao do final da década de vinte. Obviamente, o Brasil não é mais um mero exportador quase que exclusivo de produtos primários como há cinquenta anos. Entretanto, do maior peso dos manufaturados na pauta de exportações não decorre necessariamente maior flexibilidade para enfrentar crises como a atual. De fato, os manufaturados menos sofisticados que compõem parte importante da pauta brasileira de exportação tem sofrido quedas substanciais de preços, semelhantes às dos produtos tradicionais e, em muitos casos, enfrentam a competição de produtores locais ou tradicionais, frequentemente amparados por barreiras protecionistas que tendem a agravar-se com o aprofundamento da recessão apesar de pequena participação brasileira na maioria dos principais mercados. Resta o consolo, pouco confortador no quadro atual, de que, caso se recupere a economia mundial, a maior elasticidade renda desses manufaturados quando comparados aos produtos básicos, poderá implicar em recuperação mais rápida das exportações brasileiras.

Existem, por outro lado, importantes diferenças entre a situação atual e a enfrentada no início da grande depressão especialmente no que diz respeito aos graus de liberdade disponíveis para a condução da política econômica. O caminho seguido no início dos anos trinta – desvalorização do mil-réis e políticas monetária e fiscal expansionistas – está hoje em grande medida bloqueado. Uma desvalorização que possa ter efeito benéfico, ainda que temporário, sobre a posição externa brasileira, encontra como obstáculos tanto o seu impacto sobre a já elevada taxa de inflação, quanto por seus efeitos redistributivos, onerando os tomadores privados de empréstimos externos, responsáveis por parcela apreciável da dívida. Esta última restrição, irrelevante há cinquenta anos quando o grosso da dívida externa era de responsabilidade pública, só poderia ser contornada hoje com a adoção simultânea de um complexo e explícito sistema de subsídios capaz de assegurar a socialização das perdas. A alternativa de políticas macroeconômicas reflacionistas enfrenta também o obstáculo das

altas taxas de inflação e a limitação adicional imposta pela própria fragilidade atual do balanço de pagamentos.

Finalmente, ainda no terreno dos contrastes entre os anos trinta e os dias atuais, deve ser sublinhado que, a despeito de o serviço da dívida absorver hoje cerca de 80% das exportações – ou seja, pelo menos o dobro do pior ano da década de trinta – não há sinais de que os fluxos de empréstimos para o Brasil venham a ser interrompidos drasticamente a partir do centro como o foram a partir de 1928. Os sinais hoje perceptíveis indicam uma redução negociada das entradas de capital estrangeiro, condicionada à adoção de políticas, por parte do Brasil, que possibilitem o aumento do saldo na conta comercial. Entretanto, embora o discurso oficial argumente que esse resultado possa ser obtido através da contração das importações por via administrativa e como algo que terá um efeito benéfico sobre a indústria doméstica, que poderia beneficiar-se da proteção absoluta implícita no sistema de controles, a eficácia dessa política é discutível. Observadores neutros sugerem que o corte das importações deverá afetar o desempenho da economia, pela dificuldade de substituir as importações que hoje compõem a pauta sem significativo aumento de importações a curto prazo e/ou pelo estímulo à inflação acarretado por essas medidas, na ausência de uma política paralela de controle de preços. O grande estímulo à recuperação propiciado pelo controle de importações durante a década de trinta deveu-se a que parcela substancial das importações era competitiva com produtos da indústria doméstica que, desde antes do início da depressão mundial operava com ampla margem de capacidade ociosa, podendo, assim, responder ao estímulo dos controles sem gerar demanda adicional por importações de bens de capital.

As observações acima pretendem indicar que existem hoje limites decisivos-impostos ao Brasil para a implementação de soluções autônomas da crise econômica ao estilo das adotadas nos anos trinta. As lições da história indicam, entretanto que a continuada recessão e instabilidade financeira nos países centrais a interrupção brusca do fluxo de empréstimos à periferia ou a generalizada adoção de políticas recessivas de ajustamento externo nos países devedores podem conduzir a um processo cumulativo de desintegração da economia mundial. E a aceitação realista dessa possibilidade e a avaliação dos efeitos desastrosos que o colapso da economia internacional poderia novamente vir a ter sobre a estabilidade política mundial, que devem informar as decisões dos governos e dos principais agentes do sistema financeiro internacional.

É indiscutível que a manutenção de políticas recessivas e altas taxas de juros nos países centrais, num quadro de brusca redução dos termos de intercâmbio dos países do terceiro mundo, e redução da oferta de financiamentos nos mercados internacionais é incompatível com a manutenção das obrigações contratuais relativas à dívida de vários países da periferia, a menos que se pretenda – como está implícito na recentíssima reorientação da política econômica externa brasileira – que o ajuste se

processe pela redução do nível de atividade e de seus efeitos indiretos sobre o balanço de pagamentos. A catequese, ora em curso nos centros financeiros internacionais, com relação à “naturalidade” da adoção desta alternativa pelos países em desenvolvimento, parece partir do princípio de que a equidade de sacrifícios deve envolver igual redução relativa do nível de atividade nos países industriais e periféricos. Entretanto, não apenas o caminho que envolve a recessão generalizada no mundo subdesenvolvido é deletério para o desempenho adequado da economia internacional, como a noção da paridade de sacrifícios que se pretende sub-repticiamente consagrar é moralmente inaceitável em virtude da assimetria dos custos sociais tais políticas. Talvez mais grave, seja que estas propostas deixam de levar em conta a inviabilidade *política* da recessão prolongada em vários países e, na medida em que fracasse, pode comprometer ainda mais a estabilidade do sistema.

O caminho da recuperação, poder-se-ia argumentar, não passa apenas por decisões governamentais de política econômica coordenadas globalmente e poderá ser bloqueado pelo comportamento do importante segmento privado do sistema financeiro internacional. Todavia, por mais criticável que possa ser o comportamento dos banqueiros internacionais em épocas de *boom* que, como notou Lance Taylor³, tendem a agir como carneiros através sando a estrada, seguindo os líderes na oferta de empréstimos de forma imprudente, no momento atual a experiência histórica e seu próprio instinto de autopreservação deve indicar-lhes o efeito desastrosamente desestabilizador de uma retração violenta do fluxo de empréstimos. Além disso, os grandes bancos têm hoje um importante incentivo para sustentar seus grandes clientes como o Brasil pois, ao contrário do que ocorria no entre-guerras, a inadimplência desses devedores teria consequências diretas sobre sua solvência.

Caso não se recuperem a curto prazo as economias centrais ou o sistema financeiro internacional não se mostre capaz de garantir o acesso continuado de países como o Brasil aos mercados internacionais de capital, em bases de juros e disponibilidade de crédito coerentes com taxas politicamente aceitáveis de crescimento, o incentivo a suspender unilateralmente o pagamento do serviço da dívida, como durante a grande depressão, dificilmente será anulado por expectativas difusas relativas à possível normalização futura dos fluxos de comércio e investimento na economia mundial. Principalmente porque esses incentivos tendem a ser tanto mais fortes na medida em que crescem os custos sociais associados a uma prolongada política recessiva, o ônus derivado, do pagamento de uma dívida externa crescente e a convicção de que a viabilidade de alterações estruturais que permitam a retomada do crescimento depende dessa alternativa radical.

³ Taylor, L; Back to Basics: Theory for the Rhetoric in the North-South Round; in *World Development*, vol. 10, nº 4, 1982, p. 331.