

Leonardo Castilho Neves

O Divisor de Águas do Sistema Financeiro: A Grande Depressão de 1929

Dissertação apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de Economia, Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

**Orientador: Alexandre Macchione Saes
Coordenadores: Luís Eduardo Negrao Meloni
& rodrigo De Losso da Silveira
Bueno**

São Paulo

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

Castilho Neves, Leonardo

O Divisor de Águas do Sistema Financeiro: A Grande Depressão de 1929 – São Paulo, 2022.

Nº de páginas - 65

Área de concentração: História Econômica Geral

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Macchione Saes.

Tese de bacharelado em Ciências Econômicas – Universidade de São Paulo | Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

1.Ciclos Econômicos; 2. Política Monetária; 3. Inflação; 4. Crise de 1929

A meus pais, Sidney e Nancy, por todo o apoio que sempre me deram
Ao meu tio e minha avó, Rogério e Marina, que mesmo longe, nunca me deixaram
faltar nada

Dedico o presente trabalho

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. Alexandre Macchione Saes, cuja orientação permitiu-me concluir este trabalho com excelência

Ao Prof. Dr. Fernando Postali, cujas aulas permitiram-me organizar o conteúdo e lidar com o tempo eficientemente

Aos meus colegas de graduação e à minha namorada, os quais fizeram que este período de devoção não fosse desagradável

“Se, a longo prazo, somos criadores do nosso destino, de imediato somos escravos das ideias que criamos.”

Friedrich Hayek

Sumário

Resumo	VII
Abstract	VIII
Introdução	9
1 A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos	12
1.1 Contextualização Literária	12
1.2 O Processo de Escolha da Teoria	17
1.3 A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos	18
1.3.1 Ciclos Econômicos e Inflação	18
1.3.2 Os Juros e a Oferta de Moeda: Os Períodos de Boom e Bust	21
1.3.3 A Expansão Monetária	23
1.3.4 A crise econômica em si	25
1.3.5 A Inevitabilidade da Crise	27
1.4 Formalização da Teoria	29
2 A Expansão da Base Monetária dos EUA	32
2.1 Componentes Integrantes da Base Monetária	32
2.2 Análise da Base Monetária dos EUA durante a década de 1920	33
Tabela 1: Base Monetária dos EUA 1921-1929	34
Tabela 2: Depósitos à vista em bancos da Reserva Federal dos EUA	36
Tabela 3: Participação Relativa Entre Depósitos à Vista e à Prazo	37
2.3 O Sistema Interbancário: Reservas Bancárias no FED	37
2.3.1 Os componentes das Reservas Bancárias	37
2.3.2 Análise das Reservas Bancárias	39
Tabela 4: Reservas do Sistema Bancário americano 1921-2929	40
Tabela 5: Variações Ano a Ano dos valores da Tabela 4	40
2.4 Conclusões deste Capítulo	42
3 Políticas Públicas e Monetárias dos EUA nos anos 1920	44
3.1 O Início da Expansão: O Governo Harding e Empréstimos Internacionais	44
3.1.1 A Ajuda ao Reino Unido: Benjamin Strong e Norman Montagu	45
3.2 O Falso Padrão Ouro da Década de 1920	48
3.3 O Prelúdio à Crise: O Mercado de Ações	50
3.4 A Figura de Hoover	52
3.4.1 Intervencionismos no Mercado de Trabalho	53
3.4.1.1 As Obras Públicas	55
3.4.3 Programas Agrícolas	56
3.5 O Legado Deixado	58
4 Conclusão	60
Referências	62

Resumo

O Divisor de Águas do Sistema Financeiro: A Grande Depressão de 1929

Objetivo: Analisar a principal causa da crise econômica de 1929, conhecida como A Grande Depressão, de forma a não apenas identificá-la, como também expor os principais indivíduos responsáveis por ela. **Material e Método:** Apresentação da teoria econômica a ser utilizada nas investigações para, posteriormente, analisar a fundo a expansão da base monetária e das reservas bancárias dos Estados Unidos no decorrer da década de 1920 de forma a, conjuntamente, realizar um paralelo entre isso e a examinação de certas figuras notáveis responsáveis pela política monetária e suas ações frente a ela, interligando as análises, demonstrando a relação causal entre elas. Isso será feito a partir de dados dos componentes da base monetária dos EUA, disponibilizados por instituições do governo do mesmo, e também de registros biográficos acerca de certos indivíduos relevantes à discussão.

Resultado: A Crise de 1929 foi consequência direta de uma expansão da base monetária dos Estados Unidos - por meio da transição a uma maior participação de depósito à prazo frente aos à vista - ao decorrer da década de 1920, a qual caracterizou-se como inflação. Esta, por sua vez, foi ocasionada propositalmente pelo conluio entre o *Federal Reserve System*, representado pelo governador da unidade de Nova Iorque, Benjamin Strong, e o Banco da Inglaterra, presidido por Montagu Norman, de forma a permitir um reajuste da economia britânica aos patamares anteriores à Primeira Guerra Mundial, os quais não eram mais naturalmente sustentados pelas condições econômicas vigentes.

Descritores: Ciclos e Crises Econômicos, Inflação, Política e Base Monetárias

Abstract

The Turning Point of the Financial System: The 1929 Great Depression

Purpose: Analyze the main cause of the 1929 Economic Crisis, known as The Great Depression, to not only identify it, but also expose the main individuals responsible for it. **Material and Method:** Presentation of the economic theory to be utilized in the investigations to, afterwards analyze in depth the expansion of the monetary supply and the bank reserves of the United States throughout the 1920 decade in order to, jointly, establish a parallel between that and the examination of certain notable figures, to demonstrate the causal relation amid them. This will be done through data regarding componentes of the USA's monetary supply, made available by government institutions, and also through biographical records about certain individuals that are relevant to the discussion.

Results: The 1929 Crisis was a direct consequence of an expansion of the United States' monetary supply - through the transition to a higher participation of time deposits relative to demand ones - throughout the 1920 decade, which was characterized as inflation. This was purposely caused by a collusion between the Federal Reserve System, represented by the governor of the New York unit, Benjamin Strong, and the Bank of England, presided by Montagu Norman, to allow a readjustment of the british economy to the standards prior to World War I, which were no longer naturally sustained by the prevailing economic conditions.

Key Words: Business and Economic Cycles, Inflation, Monetary Policy and Supply

Introdução

O presente trabalho possui como objetivo principal apresentar a causa geradora da crise de 1929 e, também, quem foram os principais indivíduos responsáveis por ela, sendo estas as questões motivadoras da hipótese central deste estudo. Espera-se que seja possível não apenas esclarecer o supracitado, como também evidenciar a existência de causalidade entre as ações, para com a política monetária da época, dos responsáveis mencionados e a geração da Grande Depressão em si.

Com isso em mente, apresenta-se a principal hipótese deste trabalho, elaborada para alcançar os objetivos propostos: a política monetária do Federal Reserve durante a década de 1920 ocasionou um grande processo inflacionário na economia norte-americana, gerando um ciclo financeiro que culminaria no *crash* da bolsa de Nova Iorque e, consequentemente, na Grande Depressão, sendo, portanto, a causa raiz dela.

Nota-se que, entender a crise de 1929 demonstra-se relevante por elucidar um dos acontecimentos mais importantes da história moderna, além de ser o momento que é considerado como o arquétipo dos problemas inerentes ao sistema financeiro moderno.

“Sem ele, com certeza não teria havido Hitler. Quase certamente não teria havido Roosevelt. É muito improvável que o sistema soviético tivesse sido encarado como um sério rival econômico e uma alternativa possível ao capitalismo mundial. As consequências da crise econômica no mundo não europeu ou não ocidental, (...), foram patentemente impressionantes. Em suma, o mundo da segunda metade do século XX é incompreensível se não entendermos o impacto do colapso econômico.” (HOBSBAWN, 1997, referindo-se à Grande Depressão)

Por mais que a literatura em torno do tema seja bastante rica, ela também se demonstra conflituosa, com uma série de debates entre diferentes teses, as quais, ainda que apresentem metodologias semelhantes, chegam em inferências diferentes e, muitas vezes, opostas. Conjuntamente com isso, a tamanha abundância das mais diversas hipóteses sobre o assunto, por mais que seja benéfico no que tange o debate acadêmico, pode se apresentar como um empecilho à compreensão mais generalizada dos ocorridos durante o período em questão, de forma que seja válida a realização de uma revisão dele, elucidando-o. Os objetivos e hipóteses apresentados contribuem adequadamente à literatura e ao estudo do tema em questão.

Para que seja possível realizar o debate proposto, inicialmente, utilizar-se-á uma revisão literária quanto à Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos, após uma devida contextualização literária do tema. O foco será em relação a quatro conceitos centrais: base monetária, inflação, política monetária e ciclos econômicos, de forma a não apenas definir tais conceitos, como também a lógica econômica que será utilizada para nortear as discussões.

Também, para demonstrar o desenvolvimento, durante a década de 1920, do processo inflacionário na economia norte-americana, serão utilizados dados, públicos, do *Federal Reserve Board* e do *U.S. Department of Commerce*, quanto a componentes da base monetária e das reservas bancárias para com o banco central americano, de forma a analisá-las e suas variações com o passar dos anos.

Além disso, por meio da utilização de registros biográficos, investigar-se-á certas figuras notáveis responsáveis pela política monetária da época e suas ações para com ela. Destacam-se os presidentes dos EUA, Warren Harding e Herbert Hoover; o Governador do Federal Reserve Bank de Nova Iorque, Benjamin Strong Jr., e o Governador do Banco da Inglaterra, Montagu Norman, além de outros.

O intuito de seguir a seguinte ordem metodológica - primeiro a teoria a ser seguida, depois os dados e, posteriormente, as ações frente à política monetária - é que se possa demonstrar, ao fim, a relação causal entre a política monetária do

Federal Reserve à época e a geração do ciclo financeiro que viria a provocar a Crise de 1929 - a hipótese, propriamente dita, deste trabalho.

1 A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos

1.1 Contextualização Literária

O ano de 1929 é um daqueles que se tornou notoriamente marcado por conta de um acontecimento: a maior depressão econômica da história dos Estados Unidos. Níveis de desemprego ultrapassando os 20% e se mantendo acima dos 15% até a segunda guerra mundial¹, empresários e acionistas com tamanhas perdas que preferiram a morte do que enfrentar as consequências, uma crise tão grande que atravessou os oceanos e se fez sentir em todos os cantos do mundo, de forma a não apenas atrasar o desenvolvimento econômico e do comércio internacional em décadas, mas que também serviu como grande influência a uma série outros eventos notórios do século XX, os quais acabariam por arcabouçar a realidade política e econômica atual.

Não à toa, portanto, que o tema é um dos mais revisitados dentro da história econômica. Na verdade, uma série de autores e de escolas econômicas não apenas desenvolveram suas teses de explicação sobre o assunto como também geraram grande parte de suas principais teorias econômicas em torno do ocorrido. Dessa forma, principalmente por já ser um assunto rico em literatura, é imprescindível que se inicie o presente trabalho com uma revisão das principais hipóteses e debates gerados com o passar dos anos.

De imediato, destaca-se a oposição entre as hipóteses do dispêndio e a monetária como explicação à crise: a primeira entende-a como causa direta do subconsumo. A existência de capacidade ociosa faz com que o sistema econômico não esteja em situação de pleno emprego, de forma que, por conta da superprodução; causada pelo excesso de investimento ou pela alta concentração de renda; a demanda não consiga acompanhar o explosivo crescimento da oferta. Dessa forma, é inevitável que certos investimentos tornem-se, então, insolventes,

¹ ROTHBARD, 1963

gerando uma série de demissões e, posteriormente, falências, as quais, por conta do efeito multiplicador, acabam por criar uma espiral de contração de renda e emprego, caracterizando a crise².

Por outro lado, os monetaristas consideram que a causa central da depressão de 1929 foi o expansionismo da oferta monetária. Durante meados da década de 1920, elevou-se a base de moeda em proporções maiores do que o aumento do produto real, de forma que se gerou um processo inflacionário em ativos financeiros, instaurando uma bolha especulativa no mercado de ações. Uma vez que essa elevação da oferta monetária foi contida, os níveis artificiais dos preços das ações veio a despencar, gerando um processo de violenta liquidação de recursos mal alocados, manifestando o *crash*³.

Note que esse debate não se trata apenas da oposição entre duas distintas teses de explicação, mas sim do enfrentamento de duas correntes econômicas: liberalismo contra intervenção governamental.

“A hipótese do dispêndio (...) implicitamente sugeria que as recessões deveriam ser combatidas por meio da realização de gastos do governo, ou seja, políticas sugeridas por Keynes, em especial na sua obra *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. A hipótese monetarista afirmava que a Grande Depressão resultara de uma política monetária equivocada; e, mais, que o mercado, com a política monetária correta e sem a necessidade de gastos do governo, seria incumbido da tarefa de evitar a deflação (e a recessão) e também a inflação” (SAES e SAES, 2013, p. 371).

Outros autores foram apresentando suas contribuições ao tema e, consequentemente, à própria discussão quanto à metodologia do Estado para com crises. Galbraith (1955), gera uma das teses mais famosas ao desenvolver a ideia do dispêndio elucidando certos fatos que explicavam o motivo do subconsumo. Em sua visão, o *crash* da bolsa americana não foi uma causa em si mesma, mas sim

² KEYNES, 1936

³ FRIEDMAN & SCHWARTZ, 1963

consequência de uma atmosfera econômica mais complexa e mal estruturada, com alicerces em concentração de renda, má estruturação bancária, empresarial e do comércio exterior e conservadorismo político-econômico com o mantimento do padrão-ouro⁴. Este último, em especial, impediu que as autoridades monetárias pudessem utilizar todas as ferramentas possíveis para conter o surgimento e, posterior, expansão da crise.

Os agentes econômicos da época, em contrapartida, indo de acordo com toda a euforia causada pelo *bull market* vigente durante os famigerados “loucos anos 1920” investiram pesadamente no mercado financeiro, o que justifica a alta do mercado de ações, mesmo sem haver alicerces sólidos para tal fato⁵.

Ou seja, por mais que Galbraith claramente baseie-se na tese keynesiana de subconsumo, ele vai além, buscando fatos geradores mais intrínsecos ao sistema econômico americano, colocando a crise praticamente como uma consequência lógica de todo o cenário econômico vigente ao período, mas com os agentes da época não notando as circunstâncias correntes, agindo a partir de um efeito manada baseado em otimismo generalizado e excesso de confiança.

Outro que também buscou explicações mais endógenas ao sistema econômico em si foi Kindleberger (2013). No entanto, diferentemente de Galbraith, o autor fundamenta sua tese em paradigmas mais globais sobre a atmosfera econômica da época:

“Kindleberger inclui como condições iniciais à depressão a herança da guerra, as dívidas de guerra, a supervalorização da libra e a subvalorização do franco, e a hiperinflação de 1923 que levou a Alemanha a favorecer política deflacionárias durante a década subsequente.” (SCHWARTZ, 1975, p. 231. Tradução Livre)

⁴ SAES & SAES, 2013

⁵ GALBRAITH, 1955

Percebe-se, portanto, abordagens semelhantes de ambos os autores: colocar a crise como o resultado de um cenário econômico bem mais amplo e intrincado, o qual não poderia resultar em algo diferente do que a Grande Depressão, recorrendo a análises de comportamento para explicar a atitude, aparentemente irracional e errônea, dos agentes frente a realidade da época. Porém, enquanto que o foco de Galbraith voltou-se ao panorama interno dos EUA, Kindleberger não se limitou às ocorrências nacionais, levando suas explicações para, até mesmo, o pós-primeira guerra mundial.

Como dito, percebe-se também, nas análises supracitadas, a tentativa de encontrar explicações inerentes à crise, utilizando-se, inclusive, do estudo do comportamento generalizado dos agentes do período. A mesma metodologia é utilizada por White (1990), o qual, ao criticar Galbraith e Kindleberger pela falta de explicações para com o comportamento observado, introduz e fundamenta sua tese de que os avanços industriais tecnológicos e estruturais após a segunda guerra mundial, justamente por terem criado um *boom* no mercado de ações, não permitiram uma correta avaliação dos fundamentos da base do sistema econômico vigente, levando a uma série de má alocações de recursos financeiros. Com a mudança de mentalidade otimista para uma pessimista, a percepção de um *bear market* ocasionou vendas de pânico, as quais não foram totalmente liquidadas por conta de ações do *Federal Reserve* para tentar conter a explosão da bolha, aprofundando ainda mais a crise⁶.

A mesma ideia que, de fato, havia razão para que os agentes tenham, mesmo com um cenário econômico inherentemente desfavorável, continuado a investir, principalmente em ações, também é sustentada por Cecchetti (1992). Após analisar sistematicamente os índices das bolsas de valores americanas na época, contrapondo-os com os rendimentos das empresas correspondentes, conclui que a causa direta da crise não foi majoritariamente as más-alocações de recursos financeiros, mas sim as posteriores ações do *Federal Reserve* de restringir o crédito bancário, reduzindo a oferta monetária e, logo, o mercado de ações⁷.

⁶ White, 1990

⁷ Cecchetti, 1992

“ (...) as evidências permitem-nos chegar à seguinte conclusão. Primeiramente, não havia razão para acreditar *a priori* que os preços das ações estavam muito altos antes do *crash*. Segundo, a causa mais provável do *crash* foi o desejo de ambos o *Federal Reserve* e os oficiais públicos, incluindo o Presidente Hoover, de conduzir o mercado de ações para baixo ao restringir o crédito bancário concedido aos corretores.” (CECCHETTI, 1992. Tradução livre)

Portanto, nota-se que, para além do debate do dispêndio contra monetaristas, a linha de raciocínio para com a explicação da crise passou a tomar um caráter revisionista e comportamental. O primeiro em relação à exposição e aclaração do cenário econômico da época, de forma a não apenas contextualizar o ambiente das discussões, mas também arcabouçar as hipóteses levantadas, enquanto que o segundo corresponde ao motivo do porquê dos agentes terem tomado as decisões que acabaram por gerar o *crash*, mesmo diante de fundamentos financeiros que, aparentemente, indicavam o oposto.

É dessa forma que se introduz Rothbard (1963). Em suas teses, o autor também contextualiza a conjuntura vigente ao período, dando grande foco ao processo inflacionário ocorrido durante a década de 1920, indicando que, diferentemente do defendido por White e Cecchetti, o alto preço das ações era, na verdade, puramente artificial em relação ao sistema econômico, pois só se sustentava baseando-se em expansões da base monetária; realizadas, em sua maioria, pelo *Federal Reserve Board*. Estas mantinham o crédito disponível a níveis mais baratos do que seriam sem tais intervenções. Além disso, Rothbard, baseado na metodologia desenvolvida por Mises (2010) - a praxeologia - busca suas explicações em ações de indivíduos específicos, aos moldes do que aqui será feito.

“A culpa pela Grande Depressão deve, finalmente, ser retirada dos ombros da economia de livre mercado, e ser colocada onde ela devidamente pertence: nas portas de políticos, burocratas, e na massa de economistas “iluminados”. E em qualquer outra depressão, passada ou futura, a história será a mesma.” (ROTHBARD, 1963, p. 295. Tradução Livre).

1.2 O Processo de Escolha da Teoria

Pode-se dizer que há duas principais vertentes no que tange o entendimento, em termos gerais, de como ciclos econômicos são originados. Uma delas baseia-se em compreendê-lo como uma consequência direta de alguma perturbação ao sistema econômico, enquanto que a outra coloca-os como sendo gerados a partir de instrumentos próprios do sistema, apresentando-os; de certa forma; como inerentes ao mercado capitalista. Note que, de forma simplista, pode-se separar as ideias do dispêndio e monetarista de acordo com essa classificação de entendimento. Enquanto que aquela segue a lógica do subconsumo como sendo a causa da crise, esta baseia sua explicação em expansões monetárias. Ou seja: inerência (espiral de contração econômica e armadilha de liquidez) contra perturbação (artificialismo monetário).

Note, ademais, que ambas as vertentes acabam por entender ciclos econômicos como algo integrante do próprio sistema vigente, não sendo puramente exógeno, mas sim explicado a partir justamente dos mesmos mecanismos econômicos contemporâneos.

Dessa forma, para que uma teoria acerca de ciclos seja verdadeiramente completa, ela deve também se basear no próprio sistema econômico, sendo, por conseguinte, possível de ser deduzida a partir de uma derivação lógica de uma teoria econômica geral. Isto é, os princípios que compõem certa teoria devem ser necessários e suficientes para que se possa prover uma explicação ao fenômeno das crises, sem haver nenhum salto lógico.

É precisamente por isso que o presente trabalho baseia-se na Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos, primeiramente formalizada em Mises (2013) - primeira edição publicada em 1912. Esta - cuja lógica será devidamente construída ao longo deste capítulo -, comprehende ciclos econômicos como uma perturbação monetária ao sistema vigente, criando um período de aquecimento artificial da

economia, o qual, uma vez que as condições de sua criação tenham se exaurido, se dissipa, levando a um período recessivo: os chamados *booms* e *busts*.

Note, que por mais que tal lógica assemelha-se aos monetaristas, ela é, na verdade, anterior à Friedman e Schwartz (1963). Além disso, há uma outra diferença fundamental. Para Mises, a expansão monetária, por mais que seja o motivo econômico gerador dos ciclos, não é dada como uma causa em si mesma, mas também como uma consequência de um fenômeno maior: ações político-econômicas, por parte de certos indivíduos relevantes ao momento, que conduzem a política monetária de certo país para tal expansão da oferta de moeda. Ou seja, Mises busca sua explicação no que, de fato, é o mais básico de um sistema econômico - o axioma da economia: a ação humana.

É, primordialmente, por ser a única teoria econômica que emana da ação individual; a qual, a partir da derivação lógica, é a base de seu posterior desenvolvimento; que, nela, este trabalho baseia-se.

1.3 A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos

1.3.1 Ciclos Econômicos e Inflação

O papel da mudança em uma teoria econômica é fundamental para compreendê-la como um todo, pelo simples fato de que é inviável imaginar uma sociedade onde tudo sempre permanece constante. O entendimento mais popular dela baseia-se na Teoria do Equilíbrio Geral, proposta por Léon Walras e desenvolvida principalmente por Alfred Marshall. Ela comprehende que os mercados encontram-se em estado de estabilidade e que mudanças nos fatores que o compõem (sejam de oferta ou de demanda) acabam por perturbá-lo, levando a um novo equilíbrio, a partir de mecanismos endógenos ao próprio sistema.

Seguindo o entendimento Austríaco, em um sistema de constantes mudanças - tal como o sistema econômico humano - a atitude empreendedora baseia-se em conseguir prevê-las e, consequentemente, antecipá-las. Porém, o processo nunca é perfeito, justamente por envolver incertezas inerentes a ele, de forma que o bom empreendedor é, então, precisamente aquele que acerta não apenas com mais frequência do que erra, mas também em maior quantidade que seus rivais. Assim, nota-se que as mudanças devem ser entendidas como partes integrantes do sistema econômico, precisando, pois, serem tratadas como inerentes a ele, sendo precisamente responsáveis pela existência da atividade empreendedora e da possibilidade de lucros e prejuízos, já que:

“É, então, absurdo esperar que toda atividade econômica seja “estabilizada” como se as mudanças não estivessem ocorrendo. Estabilizar e “esclarecer” estas flutuações iria, na verdade, erradicar qualquer atividade produtiva racional” (ROTHBARD, 1963, p. 13. Tradução Livre).

Variações sazonais, avanços tecnológicos, preferências temporais dos indivíduos, disponibilidade de insumos e produtos não devem ser tratados como conturbações ao sistema econômico vigente, mas sim características próprias dele, as quais são vistas como oportunidades pelos empreendedores para conseguir corretamente adaptar o mercado a tais flutuações e, em retorno, obter lucro.

Dessa forma, infere-se que flutuações em mercados específicos são puramente orgânicas por conta da própria natureza física e pela situação ínsita de escassez da realidade. Tais variações cíclicas não devem, portanto, serem entendidas como crises econômicas em si, pois além de serem restritas a setores específicos, são devidamente integradas no sistema econômico humano, por meio do empreendedorismo e da inovação, para suprir eficientemente as demandas, mesmo em períodos de baixa. Para ilustrar, tome, por exemplo, o caso de safras agrícolas, de mercados que entraram em decadência após o surgimento de novas tecnologias (como o de velas, após a lâmpada) ou, até mesmo, de bens como camisas de seleções de futebol, que tendem a vender mais em períodos de Copa do Mundo. Não é necessário nenhuma teoria própria para explicar esses tipos de

flutuações nos preços dos produtos, pois elas já estão devidamente compreendidas pela própria teoria econômica, a partir dos mecanismos da oferta e da demanda.

“Seu significado original e adequado é este: um aumento excessivo da quantidade de dinheiro que, por sua vez, determina um aumento de preços. Um aumento geral de preços, porém, causado, por exemplo, por uma escassez de alimentos decorrente de más colheitas não é inflação. Tampouco poderíamos apropriadamente chamar de “inflação” a uma alta generalizada de preços causada por uma escassez de petróleo, ou de outras fontes de energia, que determinasse uma redução absoluta de consumo, a menos que essa carência se transformasse em pretexto para um aumento adicional da quantidade de dinheiro” (HAYEK, 2011, p. 66, ao referir-se ao significado de inflação).

No entanto, o mesmo não pode ser dito em situações justamente como a da Grande Depressão de 1929, a qual não foi uma mera flutuação em algum setor específico, mas sim um movimento de alta e, subsequente, baixa generalizadas na economia: *booms* e *busts* gerais.

Caso os preços de um setor específico subam ou caiam, podemos atribuir tal situação a algum fenômeno de oferta ou demanda responsável por tal situação. Porém, caso os preços no geral variem, então há um fenômeno maior ocorrendo naquilo que é o fator comum a todos os mercados, o qual, na verdade, sem ele um mal pode existir e certamente não conseguirá se desenvolver para patamares consideráveis: a moeda, a qual é o vínculo primordial de toda a economia. Caso sua oferta aumente, *ceteris paribus*, o poder de compra dos indivíduos tende a cair, com o oposto também sendo válido.

Dessa forma, eis a primeira definição fundamental da Teoria Austríaca: ciclos econômicos não são meras flutuações de preços em setores específicos, mas sim variações gerais neles, transmitidas a partir do lado monetário. Ademais, é por conta disso que uma teoria a eles deve explicar o porquê dos empreendedores terem, todos no geral - e não apenas um ou outro - , errado nas suas decisões de investimento.

1.3.2 Os Juros e a Oferta de Moeda: Os Períodos de *Boom* e *Bust*

A quantidade de dinheiro disponível ao investimento em uma economia, por ser consequência direta da poupança, depende essencialmente da propensão das pessoas entre consumo presente e futuro, já que é o que define quanto da renda é gasta e poupada. Essas preferências temporais representam a predileção da demanda através do tempo: quanto mais dinheiro é poupado, ou seja, quanto menor for tal preferência, mais consumo futuro os indivíduos estão dispostos a realizar, de forma que a relação entre poupança e gasto aumenta.

Justamente por depender da quantidade de dinheiro disponível ao investimento, a taxa de juros também é um reflexo direto dessa relação e, consequentemente, das preferências temporais dos indivíduos. Note, então, que em uma situação de livre definição, ela acaba por ser puramente uma relação de oferta e demanda por inversão: mais dinheiro disponível (maiores níveis de poupança) tende a gerar, *ceteris paribus*, taxas menores.

Tendo em vista essa relação de formação, natural, do nível da taxa de juros e, ademais, que os empresários, frente a decisões de investimento, devem levar em consideração não apenas o nível de consumo presente, mas principalmente o futuro (por conta da margem temporal em investir e, posteriormente, começar a obter fluxos de caixa), os juros funcionam justamente como um indicativo das preferências temporais gerais dos consumidores; isto é, precisamente a inclinação por consumo futuro; sendo então um fator determinante da atividade empreendedora, por auxiliar os empreendedores a realizar tais previsões, mesmo que seja sem a percepção direta deles. Uma taxa de juros mais baixa significa que projetos que outrora eram economicamente inviáveis passem a ser lucrativos, por conta da queda no custo de capital, o que, em uma relação de livre formação das taxas, indicaria que a predileção por consumo futuro aumentou, em termos gerais.

No entanto, caso o aumento da disponibilidade de dinheiro não tenha sido proveniente de maiores níveis de poupança, então os juros baixarão artificialmente e a mesma redução de custo de capital ocorrerá, de forma a também viabilizar projetos que antes não eram. Porém, precisamente por não ter sido causada por predileções dos consumidores, essa queda das taxas não representa um verdadeiro aumento de demanda futura.

Esse novo dinheiro, o qual foi sinteticamente introduzido na economia por meio do sistema bancário, é primeiro transmitido aos tomadores de crédito, os quais aumentam a sua demanda por ele, por conta do barateamento do custo dos empréstimos. Com o passar da cadeia econômica, ele vai se dispersando pelo mercado, posteriormente indo para indústrias de bens de capital - para suprir a demanda dos investidores por novos meios produtivos - e, futuramente, encaminhando-se para níveis mais abaixo: as camadas de bens de consumo finais, se diluindo pelos indivíduos. Porém, tendo em vista que as preferências temporais não mudaram, a relação entre consumo e poupança permanece a mesma, de forma que a quantidade de dinheiro poupada (uma vez que a dispersão do novo crédito ocorreu) não é suficiente para conseguir manter as baixas taxas de juros, fazendo com que elas voltem a subir aos níveis que são naturalmente definidos pelo mercado.

Por sua vez, essa alta faz com que o custo de capital suba novamente, o que, em conjunto com o fato que a demanda (que antes era futura, mas agora é presente) não realmente aumentou, faz com que os investimentos que foram realizados por parecem lucrativos demonstrem-se não serem de fato, e acabem, pois, liquidados. Isso explica o motivo do porquê crises econômicas se materializarem mais fortemente nos setores de bens de capital, já que não apenas são os primeiros a sofrerem com o maior custo de capital, mas também são os primeiros a terem que lidar com uma menor demanda, tendo em vista a menor quantidade de projetos que passam a ser feitos.

Ou seja, tendo em vista toda a relação descrita, o motivo de crises econômicas não é; como defendido por keynesianos; o subconsumo, pois, por mais

que um dos motivos dos investimentos demonstrarem-se economicamente inviáveis seja a falta de demanda, ela também possui uma explicação, que seria justamente a manipulação artificial (por meio da disponibilidade de dinheiro e da taxa de juros) das decisões de investimento, que faz com que os empreendedores sejam iludidos a acreditar que os níveis de consumo futuro eram suficientes para tornar seu investimento lucrativo: decisões empreendedoras baseadas em uma demanda maior do que aquela que é de fato sustentada pelas preferências naturais dos consumidores, por conta da expansão artificial de crédito.

Ademais, a ideia do subconsumo não consegue explicar o porquê de crises serem mais severas nos setores de bens de capital, já que, seguindo sua lógica, os bens de consumo final deveriam ser os mais afetados, por estarem mais diretamente ligados com a maior massa de demanda: os consumidores gerais.

Dessa forma, pode-se entender o *boom* como o período em que maus investimentos são realizados, por conta dos investidores terem sido enganados pela expansão monetária, e o *bust* é quando as preferências temporais dos consumidores restabelecem as corretas proporções entre consumo e investimento. A crise é, então, precisamente o processo de reajuste, no qual, infelizmente, as más alocações acabam por serem liquidadas, retornando o sistema econômico para o ponto que pode ser, de fato, naturalmente sustentado.

1.3.3 A Expansão Monetária

Visto que a expansão monetária é um ponto central da teoria, vale uma parte dedicada a descrevê-la. A criação de moeda ocorre a partir da seguinte dinâmica: bancos utilizam montantes que neles foram depositados para realizar empréstimos a terceiros, fazendo com que os depositantes passem a ter um recebível da quantia, mas não ela em si, pois a mesma passou à outrem. Visto que tanto quem pegou o empréstimo quanto quem poupou o dinheiro possuem o mesmo direito àquele valor

inicial (sendo um por meio do recebível), este foi multiplicado, pelo tempo que o empréstimo correr. Note que não é expansão em moeda física, mas sim escritural.

A possibilidade de utilizar os depósitos como crédito a clientes existe por conta do não requerimento de que bancos tenham uma equivalência de 100% de reservas. Isso é feito por meio do banco central, o qual determina a magnitude do multiplicador supracitado por meio da definição do montante requerido de reservas compulsórias: se aumenta, maior a parcela de um depósito que deve ficar armazenada. O banco central, ademais, por ser o emissor de moeda e, logo, por definição não ser possível de sofrer inadimplência, garante liquidez ao sistema bancário para que estes não venham a sofrer com a incapacidade de cumprir com seus montantes de reservas requeridos e suas obrigações de saques. Isso é feito por meio do aumento de seu balanço de ativos, utilizando principalmente negociações no mercado aberto interbancário, para adquirir títulos financeiros pertencentes aos bancos, os quais recebem nova moeda em troca.

Ao sistema bancário, o incentivo de realizar tal dinâmica é financeiro: por mais que eles aumentem seus passivos onerosos com mais depósitos, por subsequentemente realizarem mais empréstimos, seus lucros aumentam, por conta do *spread* entre as taxas pagas e recebidas. Quanto ao governo, o incentivo é político: mais crédito significa um mercado mais aquecido, fomentando crescimento e geração de emprego.

Caso essa garantia de salvamento não existisse, em um sistema competitivo, haveria um grande incentivo para que competidores fechassem posições em bancos que expandissem sua base monetária por meio de saques físicos, o que, por não haver a capacidade de cumpri-los, levaria-os à inadimplência. Ou seja, um mecanismo espontâneo que forçaria uma boa conduta. Note que seus rivais teriam acesso aos recebíveis por conta da diluição desse crédito pela economia e, portanto, pelos seus clientes.

“Se o sistema bancário fosse realmente competitivo, qualquer expansão de crédito por um banco iria rapidamente amontoar a dívida dele para com seus

competidores, os quais iriam rapidamente sacar os recebíveis em dinheiro” (ROTHBARD, 2009, p.26, Tradução Livre).

Portanto, note que por mais que a expansão monetária se dê por meio do sistema bancário, ela apenas é possível por conta tanto do controle do banco central - e, logo do governo - sobre o setor bancário; que impede os processos de autocontrole do sistema de ocorrerem; quanto sobre a moeda, permitindo-os atuar para que a liquidez seja sistematicamente garantida. Além disso, a regulação no setor bancário, ao invés de protegê-lo, danifica-o, justamente por empecilhar o surgimento de vários agentes que atuariam, naturalmente, para manter a dinâmica em linha, facilitando conluios e o processo de expansão.

1.3.4 A crise econômica em si

A crise pode ser entendida como o processo de reajuste à conjuntura econômica que é possível de ser sustentada pelas inerências do sistema, principalmente para com as preferências temporais das pessoas e, logo, suas predileções de demanda. Para que tal readaptação ocorra, é necessário, por definição, que os maus investimentos - ou seja, as alocações que foram feitas com base em condições artificiais - venham a ser liquidados, ou em parte (redução de tamanho) ou totalmente (falência). Tal processo é fundamental precisamente para liberar ativos e capital, direcionando-os àquilo que, frente às condições naturais do mercado, é verdadeiramente rentável.

Por sua vez, essas liquidações, infelizmente, ocasionam demissões, fazendo com que uma parcela da massa de consumidores venha a ter sua renda reduzida, o que pode fazer com que outros investimentos também passem a ser malsucedidos. Fica claro, então, a geração de uma espiral de contração de lucro, emprego e renda, propriamente o que caracteriza a crise.

Note que tal fenômeno pode ser ainda mais acentuado por meio de alguns fatores: no caso de não apenas os empresários, mas também os consumidores estarem consideravelmente alavancados - uma alta quantidade de dívidas pessoais (como as de cartões de crédito) ou hipotecas, por exemplo - também levaria indivíduos que perderam sua fonte de renda ou que passaram a ter que arcar com taxas mais elevadas a inadimplir, agravando as pressões contracionista, pelo lado do consumo. Ademais, o emaranhamento econômico proporcionado pelo sistema financeiro, por fazer com que os valores de uma série de investimentos acabem por depender de um único fluxo de caixa, também pode atuar como um elemento ampliador, já que, caso este não se realize (uma inadimplência do investimento inicial) um efeito dominó surgiria. O exemplo clássico de ambos é a crise imobiliária de 2008, a qual foi gerada por insolvências hipotecárias aos montes (consumidores endividados), que evoluíram - por meio de derivativos e ativos securitizados, garantidos ou colateralizados nelas (o enredamento do sistema financeiro) - à falências no sistema financeiro.

Ao lado monetário, são comuns duas consequências de crises econômicas: redução da oferta de moeda e (ao menos no curto prazo) aumento de sua demanda. A primeira é resultado direto da diluição pelo mercado do crédito artificialmente introjetado, o qual - como já dito - retorna aos bancos em menor nível por conta do não aumento na proporção de poupança e consumo. A segunda ocorre em motivo da alta incerteza frente à crise (que faz indivíduos segurarem mais dinheiro), da cobrança de dívidas e de chamadas de margem por parte dos credores e da redução da pretensão por investir (que faz com que empresários guardem mais moeda). Como fruto destes dois fenômenos - queda da oferta e aumento da demanda monetária -, tende-se a observar deflação nos preços, o que explica o motivo dela normalmente ser associada aos períodos de *bust*. No entanto, note que a deflação não seria, então, um fenômeno definidor do período de baixa; tal como a inflação é em relação ao momento de alta; mas sim uma característica secundária, mas não necessária para caracterizar um ciclo econômico.

Na verdade, justamente por ser resultado da contração de crédito às proporções naturalmente sustentadas pelas preferência temporais das pessoas, a

deflação acaba por acelerar o processo de reajuste econômico, o que tende a tornar a crise mais rápida do que seria sem essa redução da quantidade de moeda. É, também, por isso que não há motivo para que a deflação - desde que naturalmente causada, assim como tende a ser durante o *bust* - seja tão temida quanto a inflação, responsável pelo *boom*. Ademais, note que uma queda dessas preferências, por fazer com que um maior montante de crédito possa ser sustentado frente às inerências do mercado, também tende a acelerar ainda mais tal reajuste, precisamente por aumentar a proporção de poupança e consumo, tendendo a reduzir a quantidade de investimentos que seriam liquidados. Ou seja, é mais poupança, e não mais consumo, que proporciona a recuperação de uma crise.

1.3.5 A Inevitabilidade da Crise

O ato de expansão de crédito não tende a ser um evento de ocorrência única. Enquanto a garantia de liquidez ao sistema bancário for uma realidade, por meio da expansão do balanço de ativos do banco central, bancos possuem a capacidade de constantemente realizar novos empréstimos às mesmas baixas taxas de antes, burlando o reajuste que seria causado pelas preferências temporais. Note também que o montante de liquidez que precisa ser introjetado no sistema aumenta gradativamente, já que a quantidade poupada, como explicado em seção anterior, não é a suficiente para manter os níveis baixos de juros, necessitando de cada vez mais expansão monetária.

Porém, não é possível continuar essa condição *ad eternum*. A constante introjeção de novo crédito no sistema tende a levar a um aumento geral dos preços: os primeiros recebedores desse crédito são contemplados por um efeito renda positivo, por terem nova renda, mas com preços ainda constantes. No entanto, à medida que os próximos agentes recebem esse dinheiro (que será em montante menor, por conta da proporção entre consumo e poupança), tal efeito vai se dispersando - visto que a gradativa maior demanda faz com que os preços aumentem paulatinamente - e, em algum ponto, se inverte, já que esses novos

indivíduos recebem um montante de renda que não cobre os agora maiores preços. Eis a inflação, a qual pode demorar alguns anos para que de fato se concretize, mas que, uma vez que se realiza, exerce enorme pressão política, afinal, nenhum governo quer ser lembrado como aquele que destruiu a economia.

Além disso, do lado bancário, essa dinâmica coloca-os em uma situação cada vez mais delicada. À medida que a quantidade de empréstimos aumenta, maior é a desconexão entre os recebíveis dos depositantes e as reservas para de fato cumpri-los. Porém, por conta do também constante aumento dos depósitos, os quais são onerosos e, logo, funcionam como um passivo aos bancos, estes não podem deixar de emprestar para que não venham a ter sua margem reduzida e possivelmente incorrer em prejuízos. Ou seja, é uma situação em que eles precisam constantemente continuar a realizar precisamente aquilo que os deixa cada vez mais vulneráveis: uma espiral que faz com que o sistema fique extremamente delicado para com qualquer perturbação a essa dinâmica e que destrói a confiança dos agentes no sistema bancário, incentivando, cada vez mais, corridas bancárias.

Ademais, aos produtores, há o fenômeno de “zumbificação” das empresas: tendo em vista que, como dito, os investimentos que apenas foram possíveis de serem realizados por conta dos juros artificialmente baixos não verdadeiramente possuem níveis de demanda que os sustentarão, caso o ciclo de barateamento de crédito ainda permaneça, tais empreendimentos apenas poderão permanecer operantes a partir de novos financiamentos, por conta das mesmas taxas ainda baixas. No entanto, perceba que são negócios que apenas não são liquidados por constantemente recorrerem a novas dívidas para pagar as antigas, e não por lucratividade. Tornam-se, pois, “empresas zumbis”, as quais matam a produtividade econômica, por não apenas não corresponderem às demandas dos consumidores, mas também por prenderem ativos e recursos que poderiam ser alocados em investimentos de fato rentáveis.

Ou seja, tanto por conta da inflação e de “empresas zumbis”; que destroem o poder de compra e a produtividade, enfraquecem a economia e a torna menos competitiva; e da fragilidade do sistema bancário - que, em algum momento,

despencará frente a qualquer mísera interrupção da disponibilidade de liquidez - há enormes incentivos para que se pare com a expansão monetária e se passe a lutar contra tais males: os maiores ganhos políticos deixam de vir com a expansão monetária e passam a se apresentar por meio da defesa de seu fim. Ademais, note que o máximo que se obtém com o mantimento do boom é um sistema econômico com alta inflação, sem crescimento de produtividade e de salários e altamente fragilizado, o qual desmoronará frente a qualquer perturbação interna (como corridas bancárias, por falta de confiança) ou externa - tal como uma guerra ou interrupções das cadeias produtivas. Após a expansão ter sido feita, a crise torna-se inevitável.

Portanto, é por isso que não se deve lutar contra a crise, já que ela é o reajuste necessário e inelutável. Políticas que a prolongam não são soluções, mas apenas atrasam sua chegada, futuramente agravando-a, tendo em vista a maior quantidade de maus investimentos que precisarão ser liquidados: o sofrimento será maior. A melhor atitude do governo frente a crise é, pois, não interferir no processo e deixar ocorrer a correção às condições naturais do mercado, por mais doloroso que seja.

Qualquer outra ação para amenizar riscos e perdas (de qualquer agente) apenas atuará na direção contrária à desejada: tentativas de manter os níveis salariais, de salvamentos de empresas, de combate à deflação por pisos de preços ou inflando-os novamente, de incentivo ao gasto estatal e ao consumo ou de subsídios ao desemprego apenas funcionarão como um empecilho ao reajuste natural, desnecessariamente prolongado a crise por mais tempo.

1.4 Formalização da Teoria

Tendo em vista a importância do bom entendimento desta parte teórica para prosseguir-se adequadamente com o trabalho, julga-se válida uma formalização de toda a lógica e os conceitos discorridos neste capítulo.

Um ciclo econômico se caracteriza como uma variação de preços, sem estar diretamente ligada a um - ou alguns - setor específico, isto é, generalizada pelo mercado, precisamente causada não por flutuações relacionadas à oferta ou à demanda do produto, mas sim à oferta de moeda. Esta, por ser o nexo entre toda a economia, caso aumente de forma sintética (ou seja, sem haver correlação com a produção), acarretará no aumento do nível de preços à medida que se dilui pelo sistema. Tal diluição se inicia a partir do setor bancário. O banco central, por meio do mercado aberto, garante liquidez aos bancos, permitindo-os reduzir ainda mais a relação entre dinheiro físico e escritural, por terem garantia de que conseguirão cumprir com suas obrigações de saques físicos.

A dispersão desse novo dinheiro pela economia, por não se dar de forma uniforme - já que os primeiros recebedores serão aqueles que tomam os empréstimos, com os próximos seguindo a cadeia de consumo subsequente - faz com que os indivíduos que receberam o crédito primeiro sejam contemplados com preços ainda relativamente constantes, tendo seu poder de compra aumentado. No entanto, à medida que a demanda sinaliza seu aumento (justamente por conta desse efeito renda), os próximos recebedores passarão a arcar com preços maiores, de forma que, em certo ponto, sejam suficientemente altos para que o novo dinheiro não seja capaz de aumentar o poder de compra, mas sim reduzi-lo. Este aumento do nível geral de preços é precisamente a consequência da inflação, que se define, portanto, como uma expansão da base monetária, não coberta pelo lastro da moeda (no período em questão, o ouro).

Inevitavelmente, pela fragilidade causada na economia e pela situação de alta inflação e baixa produtividade, a expansão monetária cessará, seja por influência política (o motivo mais comum de seu início) ou puramente por perturbações exógenas a essa dinâmica - às quais um sistema frágil fica mais vulneráveis. Uma vez que isso ocorra, por conta da relação entre poupança e investimento, definida pelas preferências temporais das pessoas - que não há nenhum motivo inerente para considerar que elas se alteraram -, a quantidade de dinheiro poupado não é suficiente para manter o baixo nível dos juros, de forma que, logo, eles sobem, encarecendo o custo de capital de uma série de

investimentos que, outrora, eram viáveis por conta deste barateamento artificial. Isso caracteriza, pois, o fim do período de *boom* e início do *bust*, com a crise sendo precisamente o reajuste necessário às condições naturalmente sustentadas pelas preferências dos indivíduos, infelizmente se materializando em falências e desemprego.

Dessa forma, infere-se que, por ser a primeira etapa, o estudo de um ciclo econômico; tal como o que originou a Crise de 1929; deve se iniciar a partir do período expansionista, sendo precisamente por isso que se segue o presente estudo com a análise da base monetária e das reservas bancárias dos Estados Unidos durante a década de 1920, com o intuito de demonstrar que sua expansão foi, de fato, inflacionária, caracterizando um momento de *boom*.

2 A Expansão da Base Monetária dos EUA

Para que seja possível identificar e analisar se de fato houve um processo inflacionário anterior à crise, é preciso o estudo de dois fatores, durante o período em questão: da base monetária dos EUA e das reservas dos bancos comerciais para com o *Federal Reserve System*.

O intuito é, primeiramente, identificar se a oferta de moeda expandiu-se, como também - caso de fato tenha - quais foram os componentes responsáveis e se tal fenômeno pode ou não ser caracterizado como inflação; isto é, um aumento da oferta monetária, sem contrapartida de lastro; o que requer, pois, observar a variação das reservas de ouro. Posteriormente, espera-se analisar se as variações das reservas bancárias no FED foram correspondentes com os movimentos observados da base monetária, pois, seguindo a teoria apresentada, a alta alavancagem dos bancos, já que não é requerido que tenham 100% dos montantes como reservas, pode vir a causar problemas de cumprimento de obrigações - saques e contas a pagar, por exemplo -, o que requer que o banco central, por meio de operações em mercado aberto, garanta a liquidez necessária, através das reservas, o que permite tal expansão.

2.1 Componentes Integrantes da Base Monetária

Por mais que existam diferentes possíveis composições definidoras da base monetária, sendo umas mais abrangentes que outras, interessa, ao propósito deste estudo, apenas os elementos que, ao menos durante o período em questão, possuíam liquidez e aceitação pública suficientes para funcionarem como moeda, isto é, um instrumento de troca, precisamente por serem, então, os mecanismos que manifestam a inflação.

Com isso em mente, o primeiro a ser considerado, por motivos triviais, é o próprio papel-moeda em circulação em posse do público, isto é, o dinheiro físico. Ademais, há também a chamada moeda escritural (ou bancária), que seria o uso de depósitos bancários como meio de pagamento, justamente por funcionarem como recebíveis. Para além dos à vista, considera-se os depósitos à prazo, pois, por mais que tenham um período curto de carência (algo que sua contraparte não possui), possuem aceitabilidade suficiente para funcionarem como moeda, principalmente no que tange a transações maiores, pagamentos de impostos e outras operações mais especiais, além de normalmente, após maturarem, serem trocados pelos à vista⁸.

Ademais destes, inclui-se outro componente, por também emitir recebíveis de seu valor: os montante em instituições de poupança e crédito (de sigla S&L, em inglês), os quais não são classificados de mesma forma que depósitos bancários, sendo, por isso, necessária esta ressalva, além de serem especificamente voltados a hipotecas.

Note que enquanto uma expansão da base monetária por meio de dinheiro físico seria feita a partir da impressão de novo papel moeda - e seu subsequente uso pelo público geral - uma realizada através de moeda escritural ou pelos montantes em S&L ocorre mediante a redução do compulsório requerido por lei - dada a não necessidade de manter 100% da quantia - permitindo, por conseguinte, a comercialização de parte do importe, multiplicando-a pelo tempo decorrente da operação.

2.2 Análise da Base Monetária dos EUA durante a década de 1920

O primeiro passo para que seja possível observar o impacto inflacionário, característico do período de *boom*, pré-Grande Depressão, é uma análise quantitativa da base monetária dos EUA durante a década de 1920; tendo-a já devidamente definida; para identificar se a mesma de fato se expandiu e, se sim,

⁸ FRENCH, 1931, p. 763

verificar se tal aumento foi ou não coberto pelo lastro (reservas de ouro). Para tal fim, utilizar-se-á a Tabela 1, a qual possui dados referente aos componentes supracitados.

Tabela 1: Base Monetária dos EUA | 1921-1929

Em US\$ bilhões		Moeda em circulação	Depósitos à Vista	Depósitos à Prazo	Depósitos do Governo dos EUA	Depósitos Totais + Moeda em Circulação	Capital em S&L	Base Monetária Total	Variação Anual (%)
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)		(7)	
1921	Jun	3,68	17,11	16,58	0,42	37,79	1921	2,89	40,68
1922	Jun	3,35	18,04	17,44	0,17	39	1922	3,34	42,34
1923	Jun	3,74	18,96	19,72	0,33	42,75	1923	-	42,75
	Dez	3,73	19,14	20,38	0,25	43,5		3,94	47,44
1924	Jun	3,65	19,41	21,26	0,19	44,51	1924	-	44,51
	Dez	3,7	20,9	22,23	0,26	47,09		4,77	51,86
1925	Jun	3,57	21,38	23,19	0,18	48,32	1925	-	48,32
	Dez	3,77	22,29	23,92	0,32	50,3		5,51	55,81
1926	Jun	3,6	22	24,74	0,23	50,57	1926	-	50,57
	Dez	3,83	21,72	25,33	0,25	51,13		6,33	57,46
1927	Jun	3,56	21,98	26,46	0,22	52,22	1927	-	52,22
	Dez	3,7	22,73	27,37	0,28	54,08		7,18	61,26
1928	Jun	3,62	22,53	28,53	0,27	54,95	1928	-	54,95
	Dez	3,59	23,08	28,68	0,28	55,63		8,02	63,65
1929	Jun	3,64	22,54	28,61	0,38	55,17	1929	-	55,17
	Dez	3,56	22,81	28,19	0,16	54,72		8,69	63,41

(1) à (4) - Board of Governors of Federal Reserve System (1943), Tabela 9: *Deposits and Currency - Adjusted Deposits of All Banks and Currency Outside banks, 1892-1942*

(6) - U.S. Bureau of the Census (1949), séries H128-135: *Nonfarm Housing Credit - Savings and Loan Assotiations: 1920 to 1945*

Nota-se que, quanto à moeda em circulação (a qual inclui apenas aquela em posse do público), sua expansão não apenas foi mísera entre os anos, como, principalmente, reduziu-se em relação ao período todo. Aos depósitos à vista, ajustados para não incluírem os interbancários e os do governo dos EUA (para não contabilizá-los duplamente), o aumento foi de US\$5,7 bilhões (33,3%). Porém, o destaque vai aos à prazo, os quais cresceram em 70% (US\$11,6 bilhões). Além disso, destaca-se que o capital hipotecário em S&L, por mais que em montantes consideravelmente menores que os demais, expandiu-se em 201%.

Com uma expansão total de US\$22,73 bilhões de dólares, um aumento de 55,9%; algo imprescindível à época; é perceptível que tal crescimento não foi em termos de moeda física, mas sim de escritural: um aumento total de 51,4%, com maior destaque aos depósitos à prazo, os quais consideravelmente ultrapassaram o montante dos à vista, ao longo do período.

Também, vale salientar o momento desta expansão, a qual não apenas foi maior durante o início do período, mas também inflexionou precisamente em 1929, sendo o único ano da amostra em que ela foi negativa, justamente no início da crise. Tal comportamento é exatamente aquele que se esperaria de um ciclo econômico inflacionário: um grande aumento monetário durante o *boom*, com a redução iniciando-se a partir do *bust*, corroborando a ideia de se tratar de uma expansão artificial, caracterizando a inflação.

No entanto, para que de fato possa-se afirmar que tal expansão não foi natural do sistema, é necessário considerar as reservas de ouro, visto que era a commodity lastro que vigorava à época. Estas aumentaram de US\$3,22 bilhões para US\$3,75 bilhões - 16,5%⁹ - consideravelmente abaixo do crescimento descrito de 55,9% da base monetária. Ou seja, pode-se afirmar, sem restar dúvidas, que a expansão monetária dos EUA durante o período considerado não seguiu conjuntamente com um aumento de seu lastro - as reservas de ouro -, indo em contramão ao padrão-ouro, e não apenas demonstrando que o influxo da commodity não foi responsável por tal expansão, mas, principalmente, que ela de fato caracteriza-se como inflação.

Dessa forma, é válido uma análise quanto aos fatores que levaram à expansão dos depósitos bancários, visto que - como mostrado - a inflação ocorrida durante a década de 1920 foi majoritariamente de moeda escritural. Além disso, eles funcionam justamente como a base para que os demais componentes possam aumentar também, o que lhes confere ainda mais importância.

Conforme supracitado, a redução do compulsório requerido por lei, por permitir aumentar o multiplicador bancário sobre o montante de dinheiro lá depositado, pode promover tal expansão. No entanto, nota-se que, na verdade, os requerimentos legais para com ele não se alteraram em momento algum durante toda a década de 1920: aos depósitos à vista, 13% em Bancos da Reserva localizados em cidades consideradas centrais ao sistema financeiro (*Central Reserve City Banks*), 10% naqueles situados em demais cidades (*Reserve City*

⁹ Board of Governors of Federal Reserve System (1943), p.544

Banks) e 7% nos de áreas rurais (*Country Banks*), enquanto que, aos à prazo, 3%, independente do local.

Enquanto que isso deixa claro que a inflação não ocorreu por conta de mudanças de compulsório, também surgem mais dois possíveis motivos: uma transição geográfica de depósitos à vista para regiões com menores requerimentos ou mudanças dos à vista aos à prazo, os quais exigem porcentagem consideravelmente menor. Nota-se, a partir da Tabela 2, que não foi o primeiro caso, tendo em vista que a parcela de depósitos à vista em bancos de áreas rurais (os com menores obrigações de compulsório) e os de *Reserve City Banks* caíram de, respectivamente, 34,6% para 29,2% e 31,9% para 30,7%, além do fato de que os dos localizados em cidades centrais aumentaram consideravelmente para 40,1%, saindo de 33,5%. Logo, tal fato invalida esta hipótese.

Tabela 2: Depósitos à vista em bancos da Reserva Federal dos EUA

Em US\$ bilhões		Central Reserve City Banks	Reserve City Banks	Country Banks	Total
		(1)	(2)	(3)	(4)
1921	Dez	4,67	4,45	4,83	13,95
1929	Dez	8,31	6,35	6,04	20,7
Em Porcentagem					
1921	Dez	33,5%	31,9%	34,6%	100
1929	Dez	40,1%	30,7%	29,2%	100

Board of Governors of Federal Reserve System (1943)

Soma de U.S. Government Deposits e Other Demand Deposits

(1) - Soma dos montantes em Nova Iorque (p. 81) com os em Chicago (p. 87)

(2) e (3), respectivamente, p. 93 e p. 99

Porém, pela Tabela 3, é evidente que enquanto a participação relativa (ao total) dos depósitos à vista reduziu de 50,79% à 44,73%, a dos à prazo aumentou para 55,27%, sendo que antes não eram nem metade: consequência direta daqueles terem se expandido em 33,3% e destes em pouco mais de 70%. Logo, esse aumento relativo dos à prazo representou uma redução considerável dos requerimentos de compulsório nos Estados Unidos, permitindo uma maior expansão

monetária por parte do sistema bancário, explicando o ímpeto inflacionário (de moeda escritural) que causou o *boom*, o qual foi o responsável pela crise.

Tabela 3: Participação Relativa Entre Depósitos à Vista e à Prazo

Em US\$ bilhões	Depósitos		Total	% do Total dos à Vista	% do Total dos à Prazo	
	à Vista	à Prazo				
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)		
1921	Jun	17,11	16,58	33,69	50,79%	49,21%
1929	Jun	22,81	28,19	51,00	44,73%	55,27%

Board of Governors of Federal Reserve System (1943)

Tabela 9: Deposits and Currency - Adjusted Deposits of All Banks and Currency Outside banks, 1892-1942

2.3 O Sistema Interbancário: Reservas Bancárias no FED

Com a expansão da base monetária não apenas devidamente apresentada, mas também demonstrado o fato dela ser caracterizada como inflação, passa-se para uma análise da reservas bancária no *Federal Reserve System*, de forma a identificar se os movimentos realizados no sistema interbancário foram condizentes com o observado na parte anterior, assim como é previsto pela teoria na qual o trabalho baseia-se.

2.3.1 Os componentes das Reservas Bancárias

Assim como feito à base monetária, antes de analisar as reservas em si, é necessário definir seus componentes integrantes, os quais vêm diretamente do balanço patrimonial do *Federal Reserve*. O critério de inclusão baseia-se em não apenas conseguir afetar consideravelmente as reservas bancárias, mas também possuir montantes formidáveis. Tais fatores podem ser tanto de efeito positivo ou negativo às reservas, isto é, que tendem a aumentar ou reduzir os montantes disponíveis ao sistema bancário.

Dessa forma, o primeiro componente a ser considerado são os ativos adquiridos pelo FED, já que, ao comprá-los diretamente de uma instituição financeira, o banco central credita o valor correspondente às suas reservas, aumentando-as. Nota também que, caso seja adquirido de uma pessoa física (o que é menos comum), o dinheiro ainda assim tende a entrar no sistema bancário, por conta de sua diluição pela economia e subsequente poupança. Os principais ativos, os quais serão os considerados, são títulos comprados (genéricos) e ativos securitizados do governo americano. Tal conta constitui grande parte das operações em mercado aberto.

Além disso, também devem ser considerados os títulos de redesconto emitidos pelo *Federal Reserve*, que, por mais que atualmente estão praticamente extintas - tendo sido substituídas por instrumentos mais modernos (tal como acordos de recompra) -, eram muito comuns no período em questão. Eles funcionam como um empréstimo direto aos bancos, sendo menos desejáveis do que as anteriores justamente por envolverem um prazo fixo de pagamento, baseado em uma taxa de redesconto. Também, há os demais créditos do FED em posse dos bancos, os quais representam montantes (como os de compulsório) que ainda não foram recolhidos pelo banco central e, logo, encontram-se disponíveis ao sistema bancário, e os depósitos de bancos não-membros na reserva federal. São quantias menos consideráveis, mas ainda importantes na prática.

Ademais, há dois fatores que, mesmo que não estejam sobre o controle direto do FED, precisam ser considerados, tendo em vista suas importâncias: estoques de ouro, que, ao serem depositados em bancos (algo que, por conta da época, era muito comum), vão para o *Federal Reserve*, com este creditando a quantia como reserva à respectiva instituição, e a moeda em circulação em posse do público, a qual funciona como o principal componente de redução, justamente por conta de saques e cumprimento de recebíveis físicos.

Por mais que estes sejam os principais componentes que alteram as reservas do sistema bancário de forma direta (isto é, por meio de uma interação do FED com o banco comercial em si), também é preciso considerar os fatores

referentes às contas do tesouro nacional americano no banco central que, por serem as que controlam os montantes gastos pelo governo e que, portanto, adentrarão no mercado e, logo, chegarão em parte ao sistema bancário (por meio de sua difusão e poupança), funcionam como fatores que afetam tais reservas indiretamente. Isso inclui os montantes do tesouro pendentes no FED - que seriam justamente aqueles que serão gastos pelo governo e, logo, aumentarão as reservas bancárias - e as detenções de caixa e os depósitos do tesouro armazenados no *Federal Reserve* - pois, ao aumentarem, representam menos dinheiro que poderá ser expendido, funcionando, então como fatores de redução.

2.3.2 Análise das Reservas Bancárias

Para esta seção, utilizam-se os dados da Tabela 4, referentes aos componentes supracitados. A Tabela 5 apresenta as variações anuais dos valores da Tabela 4. Os fatores que representam reduções de reservas bancárias no FED possuem seus sinais invertidos. Para que seja possível interligar no tocante à política monetária, as mesmas também fazem a divisão entre aquilo que o banco central tem controle direto sobre (colunas 1, 2, 3, 4, 8, 9 e 10) ou não (3, 5, 6 e 7). Títulos de redesconto (3) entram em ambos pois o FED controla a oferta, mas não a demanda por ele, de forma que entrará como fator controlável quando tiver variação anual positiva, com o oposto também sendo válido. A partir delas, pode-se demonstrar o curso da liquidez bancária e, logo, da inflação dos EUA durante a década de 1920.

Tabela 4: Reservas do Sistema Bancário americano | 1921-2929

Em US\$ milhões		Ativos Adquiridos		Demais Créditos em posse dos Bancos	Depósitos de Bancos não-membros	Estoques de Ouro	Moeda em Circulação	Montantes do Tesouro Pendentes	Detenções de Caixa do Tesouro	Depósitos do Tesouro Armazenados	Fatores Controláveis pelo FED	Fatores Não Controláveis pelo FED	Reservas Bancárias	
		(1) - Títulos Comprados	(2) - Ativos Securitizados do Governo Americano	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
1921	Dez	145	234	1.144	40	-27	3.373	-4.403	1.842	-214	-96	1.951	-1.057	2038 *
1922	Dez	272	436	618	79	-29	3.642	-4.530	1.958	-225	-11	2509	-299	2.210
1923	Dez	355	134	723	27	-23	3.957	-4.757	2.009	-213	-38	2.997	-823	2.174
1924	Dez	387	540	320	54	-39	4.212	-4.760	2.025	-211	-51	2744	-267	2.477
1925	Dez	374	375	643	67	-29	4.112	-4.817	1.977	-203	-16	3.217	-734	2.483
1926	Dez	381	315	637	49	-65	4.205	-4.808	1.991	-201	-17	2518	-31	2.487
1927	Dez	392	617	582	64	-26	4.092	-4.716	2.006	-208	-18	2853	-68	2.785
1928	Dez	489	228	1.056	35	-27	3.854	-4.686	2.012	-202	-23	3.595	-859	2.736
1929	Dez	392	511	632	48	-30	3.997	-4.578	2.022	-216	-29	2728	21	2749

Board of Governors of Federal Reserve System (1943) | p.374-375. Tabela 102 - Member Bank Reserves, Reserve Bank Credit, and Related Items, End of Month Figures, 1914-1941

(1) - Bills Bought; (2) - U.S. Government Securities; (3) - Bills Discounted; (4) - All Other; (5) - Non-member Deposits; (6) - Gold Stock; (7) - Money in Circulation

(8) - Treasury Currency Outstanding; (9) - Treasury Cash Holdings; (10) - Treasury Deposits with Federal Reserve Banks

* Não é igual a (11)+(12) pois estes não incluem (3), por ser o primeiro ano e, logo, não ter variação anual

Tabela 5: Variações Ano a Ano dos valores da Tabela 4

Variação Ano a Ano		Ativos Adquiridos		Demais Créditos em posse dos Bancos	Depósitos de Bancos não-membros	Estoques de Ouro	Moeda em Circulação	Montantes do Tesouro Pendentes	Detenções de Caixa do Tesouro	Depósitos do Tesouro Armazenados	Fatores Controláveis pelo FED	Fatores Não Controláveis pelo FED	Variação das Reservas Bancárias	
		(1) - Títulos Comprados	(2) - Ativos Securitizados do Governo Americano	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
1921	Dez	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
1922	Dez	127	202	-526	39	-2	269	-127	116	-11	85	558	-386	172
1923	Dez	83	-302	105	-52	6	315	-227	51	12	-27	-130	94	-36
1924	Dez	32	406	-403	27	-16	255	-3	16	2	-13	470	-167	303
1925	Dez	-13	-165	323	13	10	-100	-57	-48	8	35	153	-147	6
1926	Dez	7	-60	-6	-18	-36	93	9	14	2	-1	-56	60	4
1927	Dez	11	302	-55	15	39	-113	92	15	-7	-1	335	-37	298
1928	Dez	97	-389	474	-29	-1	-238	30	6	6	-5	160	-209	-49
1929	Dez	-97	283	-424	13	-3	143	108	10	-14	-6	189	-176	13

Analisa-se ás ano a ano. No início do período, nota-se o grande aumento dos estoques de ouro, o que pode levar a acreditar que o ímpeto inflacionário foi consequência do influxo do metal nos EUA. No entanto, percebe que os fatores não controláveis reduziram-se em US\$386 milhões, enquanto que o FED introjetou um total de US\$558 milhões, o que representou um aumento líquido de US\$172 milhões, principalmente por meio da compra de ativos securitizados e de montantes pendentes do tesouro. Em 1922, percebe-se que houve uma pequena redução das reservas, freando momentaneamente a expansão, a qual foi novamente impulsionada por fatores controláveis, principalmente pela coluna 2, que apresentou uma grande redução do adquirimento de ativos.

Porém, nota-se que, nos anos posteriores, iniciou-se um enorme movimento de crescimento das reservas, de 1924 a 1927, com justamente estes dois anos sendo os de maior variação de todo o período (US\$303 e US\$298 milhões, respectivamente). Vale o destaque tanto para os ativos securitizados do governo americano, que, inclusive, em 1924 chegou a ter o segundo maior crescimento de todos (US\$406 milhões), quanto aos títulos de redesconto. Além disso, perceba que, com exceção em 1926 - justamente o de menor aumento das reservas deste quadriênio -, os três outros anos citados apresentam uma redução dos fatores não controláveis que é mais do que compensada pelo aumento dos controlados pelo FED.

Em 1928, temos a maior redução de todo o período, US\$49 milhões, a qual é tanto causada pela redução dos estoques de ouro em US\$238 milhões, quanto principalmente da compra de ativos do governo em US\$389 milhões, as quais mais que compensam a grande expansão de US\$474 milhões das operações de redesconto. Ademais, é válido notar que, diferentemente do que aconteceu no primeiro ano de redução do período (1923), o qual foi precedido e sucedido de dois anos de aumentos bem consideráveis das reservas, não observa-se um crescimento tão expressivo em 1929, como ocorreu em 1924.

Ou seja, a expansão das reservas é clara, sendo apenas temporariamente interrompida em 1923, antes de realmente ganhar força de 1924 a 1927, apenas vindo a se reduzir em 1928. Observa-se que tal crescimento foi impulsionado por fatores do balanço do FED que são controlados pelo mesmo, com foco à aquisição de ativos securitizados do governo americano e de títulos de redesconto, os quais são ambos instrumentos de negociação de mercado aberto, por meio dos quais o banco central disponibiliza liquidez direta ao sistema bancário. Precisamente aquilo que se esperaria de um período de expansão monetária.

Ademais, nota-se que, puramente por meio dos fatores não controláveis pelo FED, as reservas teriam se reduzido em todos os anos que aumentaram, com exceção de 1926 - justamente o de menor aumento delas -, e também teriam aumentado em 1923, em vez de caírem. Percebe-se, portanto, que tal expansão

não foi gerada por fatores inerentes ao sistema, tal como a demanda do público por moeda ou aumento da quantidade de lastro, mas sim pelos mecanismos sobre o controle do banco central, isto é, manipuláveis pela sua política monetária, a qual alterou o curso que seria naturalmente ditado. Por fim, vale o destaque ao fato de que os fatores de efeito indireto sobre as reservas bancárias (aqueles referentes às contas do tesouro americano) não foram tão vultosos no período em questão.

2.4 Conclusões deste Capítulo

A partir da análise da Base Monetária dos EUA, foi observado que de fato houve um movimento de expansão da mesma durante a década de 1920, de magnitude imprescindível à época. Como não houve um aumento conjunto das reservas de ouro, a commodity lastro vigente, tal expansão caracteriza-se como inflação, precisamente por não ter sido natural ao sistema econômico. Esta foi primordialmente impulsionada por moeda escritural, por conta de uma transição de maior participação relativa dos depósitos à prazo frente aos à vista que, por terem requerimentos de compulsório menor, permitem um maior multiplicador bancário.

Ademais, por meio do estudo das reservas bancárias, foi possível identificar que os movimentos do sistema interbancário correspondem ao previsto pela Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos, em relação à disponibilização de liquidez. Notou-se que as variações observadas em tais reservas, principalmente para com seus aumentos, foram causadas por instrumentos sobre o controle do *Federal Reserve* - principalmente operações em mercado aberto (compra de ativos e redesconto) -, os quais mais que compensaram as mudanças nos mecanismos naturais do mercado - estoques de ouro e demanda pública por moeda, que não estão sobre o controle do FED -, que, caso fossem as únicas, levariam a variações nas reservas de magnitudes opostas às observadas.

Ambas as análises demonstram que a expansão monetária anterior à Crise de 1929 de fato caracterizou-se como um ímpeto inflacionário à economia

americana. É válido, então, passar ao último capítulo deste trabalho, o qual tem por objetivo identificar as ações frente à política monetária responsáveis pela inflação e, principalmente, os indivíduos causantes delas.

3 Políticas Públicas e Monetárias dos EUA nos anos 1920

3.1 O Início da Expansão: O Governo Harding e Empréstimos Internacionais

O primeiro ímpeto inflacionário foi resultado direto do desejo de acelerar a recuperação econômica americana e mundial após um período de recessão pós-Primeira Guerra Mundial, em 1920-1921. O intuito era de tanto reaquecer a produtividade interna dos EUA, ao mesmo tempo em que forneceria-se dinheiro suficiente às nações aliadas para que pudessem adquirir as exportações americanas.

A promoção do crédito barato, justamente por meio da expansão monetária, leva a tais incentivos produtivos, como também a uma promoção de empréstimos externos, isto é, outras nações tomando dinheiro pelo sistema bancário americano. A queda dos rendimentos dos títulos do governo e de debêntures americanos (5,27% para 4,24% e de 7,27% para 5,92%, respectivamente), demonstram tal estímulo¹⁰. Ou seja, é os EUA atuando como o financiador do mundo.

O governo americano, sob o comando de Warren Harding (mandato de 1921 a Agosto de 1923, quando faleceu), abandonando - dessa vez financeiramente - seu histórico de isolacionismo, passou a trabalhar a favor dos empréstimos externos como forma de incentivar as exportações americanas. Em 25 de Maio de 1921, no início de seu mandato, Harding e seu secretário do Comércio, o futuro presidente Herbert Hoover, exigem que bancos de investimento deixem o governo a par das operações de empréstimos externos¹¹.

“A situação se tornou tão alarmante que em Fevereiro, 1922, o presidente Harding, sob minha sugestão, convocou uma conferência na Casa Branca aos Secretários Hughes, Mellon, e eu mesmo com representativos das casas e bancos

¹⁰ ROTHBARD, 1963, p. 127

¹¹ Viner, Abril/1928

emissores de títulos, para discutir o problema. Foi finalmente acordado que todos os pedidos para novos empréstimos externos deveriam ser submetidos ao Departamento do Estados para sua opinião ...” (HOOVER, 1951, em suas memórias. Tradução Livre)

Entre 1921 e 1922, o governo americano realizou uma série de investidas regulatórias sobre o mercado de crédito internacional, de forma a tentar estabelecer controle sobre ele. As constantes recusas por parte dos banqueiros levou a retóricas cada vez mais agressivas, como forma de chegar a um meio-termo, que, por si só, já definiria um controle bem maior ao governo americano¹². Porém, a maior expansão ainda estava por vir, iniciando-se em 1924 e também tendo como fator fundamental a ajuda externa.

3.1.1 A Ajuda ao Reino Unido: Benjamin Strong e Norman Montagu

O cenário do pós-Primeira Guerra Mundial não era nada favorável à Europa, que, avassalada pela destruição, sofria com problemas de oferta e, logo, aumento de preços. Assim como uma grande parte das nações, como forma de financiar os adventos militares, o Reino Unido decidiu por abandonar temporariamente o padrão ouro. Porém, com o conflito encerrado, o país decidiu que não apenas era o momento de retornar ao lastro, mas também desejava que o câmbio voltasse aos níveis anteriores ao confronto.

Seria uma aspiração de retornar a um nível de câmbio consideravelmente mais baixo do que aquele definido pelas condições naturais do mercado, justamente por conta da estagflação que assolava o país. Isso representaria uma enorme perda de competitividade da economia britânica, pois seria um nível de câmbio não condizente com os altos preços - frente aos do mercado internacional - dos produtos britânicos. Note, ademais, a dinâmica espirálica que seria gerada, pois tal baixa competitividade derrubaria as exportações do país, levando a um afluxo de ouro,

¹² VENER, Julho/1928, p.359-361

que requereria, por sua vez, uma desvalorização do câmbio, a qual, por ser fixado, não seria permitida de ocorrer, aumentando a perda competitiva: uma situação insustentável aos anseios em questão.

Dessa forma, precisamente por não querer permitir o câmbio de flutuar - tentando impedir que o país viesse a passar por um período de contração - a única saída ao Reino Unido era o meio externo, isto é, se está fora de questão adotar as medidas necessárias para aumentar a competitividade interna, que a externa seja rebaixada.

Volta-se, pois, aos Estados Unidos. A solução aos problemas britânicos seria precisamente a desvalorização do dólar, de forma a, consequentemente, valorizar a libra comparativamente. Isto é, o povo americano seria o responsável pelo fardo no que tange ao poder de compra para que o governo do Reino Unido pudesse manter seu poderio e influência econômicos e políticos, aos quais se acostumou, mas que não eram mais sustentáveis nas condições do pós-guerra.

“Deveríamos retornar ao antigo Padrão Ouro com a libra valendo 123,27 gramas de ouro e o câmbio dólar-libra em 4,86? Ou deveríamos desvalorizar para restaurar o Padrão Ouro em algum nível de paridade? . . . Retornar corretamente à antiga paridade envolveria um aumento dos preços na América - o centro dominante de ouro - uma queda dos preços domésticos, ou uma combinação destas circunstâncias que trariam preços e custos no Reino Unido e nos centros utilizadores de ouro nas relações apropriadas. Desvalorizar a paridade do momento significaria nenhuma destas dificuldades - seria a eliminação do período de espera, a evitação do estresse e das tensões de deflação. Porém curiosamente foi uma política que nem foi discutida. Foi quase tomado por certo que o Padrão Ouro deveria ser restaurado à paridade antiga” (ROBBINS, 1971, p. 78. Tradução Livre)

É precisamente neste ponto que vale introduzir as figuras de Benjamin Strong, governador do Federal Reserve de Nova Iorque de 1924 a 1928, e Montagu Norman, chefe do Banco da Inglaterra de 1920 a 1944, os quais não apenas eram próximos profissionalmente (o que seria de se esperar), com também pessoalmente.

Fato é que ambos passaram a se encontrar fisicamente de maneira regular, com uma série de viagens que diziam ser a passeio ou outros motivos pessoais, com Strong nem sequer reportando-as ao Federal Reserve Board¹³. Ou seja, eram relações comerciais que evoluíram a amizades próximas, de forma que o profissionalismo e, por consequência, a independência e soberania nas tomadas de decisões foram substituídos por cortesias e informalismos.

Tal relação foi bem frutífera ao desejo inglês de retornar ao padrão anterior. Em 1925, ano no qual a Inglaterra retornou ao padrão ouro, o banco da reserva de Nova Iorque estendeu uma linha de crédito de US\$200 milhões¹⁴, e o JP Morgan uma de US\$100 milhões, subsidiada pelo FED¹⁵, ambas arranjadas por Strong. Não à toa que a carta abaixo data precisamente de 1924, ano inicial em que a enorme expansão monetária dos EUA tomou força:

“... o fardo deste reajuste deve cair mais largamente sobre nós (EUA) do que eles (Reino Unido). Será difícil política e socialmente ao governo Inglês e ao Banco da Inglaterra lidar com uma liquidação de preços na Inglaterra . . . (CHANDLER, 1958, p. 283-284, citando uma carta de Benjamin Strong ao então Secretário do Tesouro Americano, Andrew Mellon. Tradução Livre).

No entanto, a pressão europeia aos EUA continuava a ser verdadeiramente descarada. Mesmo com o início da expansão já tendo se iniciado, a magnitude ainda não era aquela desejada e necessária ao Reino Unido¹⁶. O argumento era que os EUA continuavam a “burlar” o padrão ouro, não aumentando a oferta de moeda em nível suficiente, ditado pelo influxo de ouro no país, o que valorizaria o dólar¹⁷. Ou seja, era preciso acelerar o ritmo.

¹³ ROBERTS, 2000. p. 67

¹⁴ Commercial and Financial Chronicle, edição de 09 de Maio de 1925, p. 2357

¹⁵ Ver CLARK, 1935, p.329

¹⁶Trecho de carta de Norman para Strong em 16 de Outubro de 1924: “Você deve continuar com dinheiro fácil e empréstimos externos e nós devemos segurar firme até sabermos ... qual será a política deste país” (CHANDLER, 1958 p.302. Tradução Livre)

¹⁷ Ver CLAY, 1957, p.224

3.2 O Falso Padrão Ouro da Década de 1920

Um dos principais pontos positivos do padrão ouro é a sua imposição competitiva para que as nações mantenham-se monetariamente estáveis visando a não prejudicar sua competitividade. Sob ele, uma nação que cisme em expandir artificialmente sua oferta de moeda sofrerá com desvalorização cambial, por conta do enfraquecimento de seu dinheiro frente ao ímpeto inflacionário gerado. Por conta disso, o modelo de lastro adotado pela Inglaterra, após 1925, não foi o de um padrão ouro verdadeiro, mas sim um chamado padrão ouro de câmbio: em vez de ter suas reservas no metal em si, esta é mantida em uma outra moeda, no caso, em dólares, com a nação emissora possuindo o ouro em si.

Ou seja, *de facto*, a moeda sobre tal padrão torna-se fiduciária, permitindo o controle total de sua oferta, a partir da cooperação internacional das autoridades monetárias (os bancos centrais), de forma a permitir uma espécie de exportação inflacionária, por meio da expansão monetária no país que contém as reservas. Precisamente o que foi descrito na seção anterior.

“O padrão ouro desta Nova Era era suficientemente gerenciado para permitir a extensão e o reforço artificiais do *boom*, mas também era automático o suficiente para tornar inevitável a eventual falha de supervalorizações especulativas” (PALYI, 1941, p. 300-301. Tradução livre).

Consequentemente, era necessário fazer com que o resto do mundo (ao menos os países que possuíam força para contestar o câmbio da libra) adotasse este novo padrão. A não adesão deles colocaria em xeque os objetivos político-econômicos britânicos, precisamente pela questão da competitividade. Isto é, seria a exportação do dinamismo inflacionário, piramidado sobre o (principalmente) dólar e a libra, as moedas que realmente teriam reservas significativas de lastro metálico. Dada, pois, a necessidade, não tardou para que a pressão político-econômica viesse também às demais nações¹⁸ - principalmente França e Alemanha - , mas dessa vez com a Inglaterra contando com os EUA.

¹⁸ Ver BROWN, 1940, p. 354-355

Dessa forma, enquanto que os os dois primeiros anos do mais forte ímpeto inflacionário (1924 e 1925) são explicados pela dinâmica apresentada nos tópicos anteriores deste capítulo, os dois últimos (1926 e 1927) possuem relação direta precisamente com esta nova situação, isto é, a introdução do novo padrão e os esforços para consolidá-lo no resto da Europa.

Justamente em 1927, o Banco da Inglaterra promoveu uma redução da taxa básica de juros, de 5% para 4,5%, enfraquecendo, comparativamente, a libra, incitando o banco central francês a resgatar suas reservas em ouro¹⁹: uma ameaça direta aos anseios britânicos. Na verdade, tanto Charles Rist, governador do Banco da França, quanto Hjalmar Schacht, presidente do Reichsbank alemão - os outros dois enormes bancos centrais europeus - demonstravam-se deverasmente céticos quanto a esta nova era de cooperação monetária.

No entanto, Norman e o Banco da Inglaterra ainda contavam com seu velho amigo, Strong, presidindo o FED, que mais uma vez veio ao resgate. Em Julho, ocorre a famigerada Conferência entre Bancos Centrais de 1927, em Nova Iorque, envolvendo os dos quatro países em questão: EUA, à comando de Strong, Reino Unido, representado por Norman, França, com Rist, e Alemanha, à cargo de Schacht. Nela, acordou-se, entre Strong e Rist, que o Banco da França não iria resgatar seu ouro dos cofres britânicos, recebendo em troca a concordância do *Federal Reserve* de fornecer o metal aos mesmos custos de comprá-lo da Inglaterra - o que explica a grande redução das reservas de ouro americanas em 1927 e 1928, como observado na tabela 5.

Note o esforço que isso significava aos Estados Unidos, por conta, principalmente, do maior custo de frete, além da não necessidade, considerando puramente os interesses americanos, de submeter-se a tal ato. Ou seja, Strong e Norman intensificaram a dinâmica inflacionária americana, para que fosse possível ao Reino Unido dispor da liquidez necessária para cumprir com as suas obrigações internacionais: um verdadeiro *double-down*, frente às atitudes das demais grandes nações europeias. Não à toa que 1927, novamente seguindo a Tabela 5, é o ano

¹⁹ ROTHBARD, 1963, p.140

com a segunda maior expansão de todas nas reservas, impulsionada majoritariamente por operações em mercado aberto (compra de ativos securitizados do governo), apenas perdendo para 1924, o ano de início de todo o processo.

Como forma de mascarar as novas medidas expansionistas, para não aludir ao fato de serem auxílios diretos ao Reino Unido - o que, inclusive, já havia causado problemas internos no FED e, inclusive, pedidos de renúncia do governador²⁰ - Strong utilizou-se da narrativa de que tal expansionismo possuía o intuito de fomentar o meio agrícola dos EUA, o que explica o uso do Banco de Kansas City para colocar em prática suas políticas²¹. Porém, o expansionismo, como será visto na próxima parte, estava com seus dias contados, e a sombra da Grande Depressão já começava a englobar o mundo.

“Para ilustrar quão perigosa a posição pode se tornar no futuro como resultado das decisões tomadas no presente momento e quão inflamadas as opiniões pública ou política podem facilmente se tornar quando os resultados de decisões passadas se tornarem evidentes, o Governador Strong citou o clamor contra os excessos especulativos que agora estão induzidos no mercado de Nova Iorque . . . Ele disse que poucas pessoas de fato perceberam que nós estávamos pagando agora a penalidade de decisões que foram tomadas anteriormente em 1924 para ajudar o resto do mundo a retornar a bases financeira e monetária sólidas” (Memorando pessoal de O. Ernest Moore, antigo funcionário de Benjamin Strong do FED de Nova Iorque. CHANDLER, 1958, p. 280-281. Tradução livre).

3.3 O Prelúdio à Crise: O Mercado de Ações

Como mostrado, a expansão de crédito tinha um propósito claro, ajudar o Reino Unido a manter sua hegemonia político-econômica do período pré-guerra. No

²⁰ “O isolacionista *Chicago Tribune* bravamente clamou pela renúncia de Strong, afirmando corretamente que as taxas de redesconto estavam sendo reduzidas ao interesse do Reino Unido” (ROTHBARD, 2002, p.414. Tradução livre)

²¹ Ver ANDERSON, 1949, p.182-183

entanto, seu fluxo não é uniforme nem controlável. Em 1928, o Federal Reserve notou uma consequência clara disso: o mercado de capitais dos EUA estava dominado por valorizações especulativas. A especulação, por si só, não é inherentemente prejudicial, pois, na verdade, essencialmente funciona como um instrumento de transmissão da demanda pelas ações de empresas, ou seja, a própria preferência dos investidores por aquelas que tendem a performar melhor do que as demais. No entanto, a enorme redução de custo capital, proveniente de todos os anos de expansionismo, permitiu o aumento exacerbado e não-natural da especulação acionária, promovendo uma elevação artificial - ou seja, não sustentada por fundamentos próprios das companhias - do valor de tais empresas, algo perigoso, por tratar-se puramente de uma alta impulsionada pelo momento de liquidez: o que comumente é chamado de bolha.

Dessa forma, o FED passou a também ter uma pressão negativa ao seu ímpeto inflacionário, a qual levou a uma tentativa de mudança de rumo. Nota-se, pela tabela 5, que as reservas totais voltaram a cair em 1928, impulsionadas principalmente pela redução das aquisições de ativos securitizados do governo. Entretanto, o banco central americano caiu vítima de seu próprio veneno.

“Uma vez que o sistema de crédito tornou-se infectado com dinheiro barato, foi impossível cortar fontes particulares desse crédito sem cortá-lo por completo, porque é impossível deixar diferentes tipos de dinheiro separados em compartimentos distintos. Foi impossível fazer o dinheiro ser escasso ao mercado de ações, enquanto simultaneamente mantê-lo barato para uso comercial” (Wilfred May em WILLIS & CHAPMAN, 1935, p. 292-293. Tradução livre).

Ou seja, a política monetária do FED se tornou uma “faca de dois gumes”, com pressões negativas ao expansionismo emanando do mercado de capital, mas também positivas no que tange ao objetivo de atender o exterior e a antiga ordem político-econômica da Europa, que foi o motivo inicial de toda a inflação. Responder a ambos os chamados era inviável e contraditório

Ademais, precisamente por sua situação artificial, a manutenção de tal padrão mundial dependia diretamente do constante mantimento de tais políticas, pois pará-las significaria sua queda. Na verdade, por meados de 1928, novamente a opinião europeia pressionava os EUA a favor de uma política monetária expansionista²², no entanto, com Benjamin Stong adoecido e vindo a falecer em outubro, estas não foram tão prontamente atendidas como antes.

Além do mais, o próprio sistema viria a sofrer com tal reversão e, ao fim e ao cabo, se inflação é sempre um fenômeno monetário, suas consequências serão, invariavelmente, políticas, pois, afinal, nenhum político quer ser lembrado como o responsável por uma depressão econômica. Tudo isso explica, pois, a relativamente baixa contração das reservas em 1928, principalmente quando se considera o fato de que a base monetária dos EUA encontrava-se em seu maior valor de todos os tempos (para com a época).

Dessa forma, pode-se resumir tal dinâmica na ambiguidade em tentar conter o direcionamento do expansionismo de crédito à bolsa de valores, mas mantê-lo a demais mercados e ao exterior. Isso marcou o fim do inflacionismo americano da década de 1920, precisamente pela mudança de política monetária, a qual agora também estava sujeita a pressões austeras, contra às outrora puramente lenientes.

3.4 A Figura de Hoover

Em 24 de Outubro de 1929, a fragilidade do sistema econômico, inundado por crédito artificialmente barato e maus investimentos, finalmente o fez ceder. O crash da bolsa de Nova Iorque ocorre, marcando a data comumente relacionada ao início da crise. O responsável por ter de lidar com ela foi Herbert Hoover, que assumiu a presidência em Março. Incubido de experiências passadas para com regulações e intromissões ao sistema econômico, dos demais cargos públicos que exerceu, o novo presidente adotaria uma série de políticas e posicionamentos

²² Ver ABBOTT, 1937, p. 117-130

intervencionistas como tentativa de sanar a população dos males econômicos. Focar-se-á, aqui, nas suas políticas para com o mercado de trabalho, os investimentos públicos em obras e infraestrutura e o meio agrícola.

Seguindo a teoria, a espiral de contração de lucro, emprego e renda que caracteriza a crise é necessária para que as más-alocações sejam liquidadas, liberando capital e recursos para que se retorne a uma produção saudável. Isso inclui reduções do tamanho de empresas, cortes de custos e falências, para que se possa retomar a lucratividade e, logo, o crescimento. Dessa forma, demissões são inevitáveis e, infelizmente, necessárias: o aumento do desemprego e quedas salariais acabam por ser consequências disso tudo.

Lutar contra a crise significa o prolongamento desnecessário da recessão e seu futuro agravamento, ainda que haja uma melhora temporária nas condições econômicas a curto prazo. Assim, políticas - tais como as que serão aqui discorridas - que tentam lutar contra elas vão, inevitavelmente, impedir o correto reajuste e, consequentemente, prolongar a crise.

3.4.1 Intervencionismos no Mercado de Trabalho

A abordagem de administrações passadas frente a crises econômicas sempre esteve mais ao lado do *laissez-faire*. A crise do pós-Primeira Guerra, de 1920-1921, já abriu o precedente para uma mudança de *modus operandi*, pois, como visto, foi tratada por meio de expansionismo monetário, para tentar fomentar o sistema e acelerar a recuperação. No entanto, é fato que nada foi feito quanto ao mercado de trabalho.

Hoover, desde sua época como secretário do comércio do governo Harding, travou uma série de cruzadas que abriram o precedente de intervenção

governamental direta no mercado de trabalho²³. Precedente este que o tornou pronto para agir frente ao novo desafio que se apresentava.

“Nenhum governo em Washington, anteriormente, considerou que ele possuía tamanha responsabilidade para com liderança em momentos como este... . Pela primeira vez na história de depressões, dividendos, lucros, e o custo de vida, foram reduzidos antes que os salários fossem sacrificados” (HOOVER, 11/08/1932, sobre as atitudes de seu primeiro governo frente à crise de 1929. Tradução Livre).

Seguindo sua experiência anterior²⁴, Hoover passou a atuar por meio de conferências diretas na Casa Branca para tanto pressionar empresários para não demitirem seus funcionários e baixar salários, quanto para expandir o gasto governamental para fomentar projetos que gerariam empregos. A primeira, ocorreu em 19 de Novembro de 1929, envolvendo presidentes de companhias de ferrovias. Dois dias depois, o presidente se encontra com líderes industriais. No dia 22, é a vez dos responsáveis por empresas de construção, garantindo que elas teriam o apoio necessário para não reduzir o montante de obras. As organizações de agricultura tiveram sua vez no dia 25 e as indústrias de bens de utilidade básica dois dias depois²⁵.

Em 21 de Novembro, propositalmente no mesmo dia do encontro com os industriais, Hoover também realizou uma reunião com líderes sindicais para demonstrar apoio a movimentos que fossem realizados para ir contra qualquer tentativa de redução salarial, em troca dos sindicatos não atuarem para forçar aumentos também. No entanto, no dia 27, Green Lewis, um dos participantes, comunica a líderes não-presentes o acordado, mas reitera o caráter puramente recomendatório, e não impositivo, com nada impedindo-os de se organizar para pressionar por aumentos salariais, o que deixa, então, os sindicatos em alerta para uma possível mobilização²⁶.

²³ Ver HOOVER 1951, capítulo 15. Em especial, destaca-se suas investidas contra a U.S Steel, p.103-105

²⁴ Para além do citado caso da US Steel, Hoover também presidiu a Conferência do Desemprego, em 1922, onde se reuniu com uma série de industriais e empresários

²⁵ MYERS & NEWTON, 1936, p.25-31

²⁶ Ver Bernstein, 1960, p.252-253

Dessa forma, nota-se que Hoover atuou prontamente para que persuadisse pontos focais da economia americana a seguir suas políticas de mantimentos salariais. Uma persuasão com um caráter mais de pressão do que de espontaneidade por parte dos empresários, já que suas ações não apenas deixaram os sindicatos atiçados por atitude, como também, afinal, era o próprio presidente dos Estados Unidos ordenando, o qual, ademais, possuía fama de ser firme quanto a suas posturas, principalmente - como já visto - para com questões trabalhistas. A mensagem era clara:

“Em resumo, salários reais deveriam ser prevenidos de cair. Hoover foi insistente que o primeiro choque da depressão deveria cair nos lucros e não nos salários - precisamente o reverso de uma boa política, já que lucros são o motivo gerador dos negócios” (ROTHBARD, 1963, p. 188).

3.4.1.1 As Obras Públicas

Para além da pressão aos empresários e sindicatos, Hoover também dedicou-se para aumentar o contingente de obras públicas, de forma a financiar trabalhos a contingentes populacionais desempregados, impedindo o nível de emprego de cair. Concomitantemente com suas conferências na Casa Branca, o presidente Hoover também escreveu, em 23 de Novembro, aos governadores clamando para que os mesmos não reduzissem os investimentos em obras públicas em seus estados. O pedido foi formalizado um dia depois pelo Departamento do Comércio. 38 deles responderam com mensagens favoráveis e demonstrando calorosa animação, com Franklin D. Roosevelt, de Nova Iorque e futuro presidente, incentivando que a medida tornasse-se legislação²⁷.

²⁷ MYERS & NEWTON, 1936, p.29-30. Quanto à resposta de Roosevelt: “... espero que se recomende à legislatura ... muitos programas de construção são necessários ... limitados apenas pelas estimativas de receita limitadas pela falta de aumentos de impostos” (p. 29. Tradução Livre)

No dia 3 de Dezembro, Hoover apresenta o projeto de orçamento para o próximo ano (1930) ao Congresso, contendo uma série de provisões direcionadas precisamente ao aumento do gasto público com infraestrutura, que seria de responsabilidade de um novo secretariado direcionado à coordenação e estimulação da construção. Por meados de Janeiro do próximo ano, Hoover discutiu com congressistas a autorização de projetos, com destaque a US\$500 milhões para a construção pública, US\$150 milhões para portos e obras em rios, US\$75 milhões para rodovias e US\$60 milhões para uma represa no Rio Colorado²⁸.

3.4.3 Programas Agrícolas

Partindo de promessas de campanha, Herbert Hoover assina, em Julho de 1929, a criação de um Conselho Federal da Fazenda, iniciativa que também se baseou em experiências passadas que Hoover teve durante a administração de Calvin Coolidge. Esta, na verdade, foi a versão mais branda de uma proposta que tramitava pelo congresso, e foi barrada pelo mesmo, de um subsídio a agricultores por meio da fixação de preços. Hoover apontou, como chefe do Conselho, Alexander Legge, CEO da International Harvester Company, um dos maiores produtores de maquinário agrícola da época, além de outros membros também pertencentes a grandes corporações ou institutos que possuíam claro interesse econômico em subsídios agrícolas. Logo em sua criação, o Conselho recebeu US\$500 milhões com a autoridade de fornecê-los como empréstimos a juros baixos²⁹.

“O Conselho da Fazenda estava encaminhado quando o *crash* do mercado de ações no fim de Outubro, 1929, nos atingiu, . . . Para resolver tais dificuldades nós transformamos o Conselho no remédio à Depressão. No período nós tomamos muitos outros passos em auxílios emergenciais à agricultura” (HOOVER, 1951, p. 255. Tradução Livre).

²⁸ MYERS & NEWTON, 1936, p.34-35

²⁹ Ver HOOVER, 1951, p. 253-255

E, de fato, vários outros passos foram futuramente tomados. Em 25 novembro de 1929, durante a já citada conferência na Casa Branca com fazendeiros e empresários agrícolas, além das discussões para com salários, Hoover também discorreu sobre o mantimento dos preços por meio da subsídiação, a partir do Conselho da Fazenda, da diferença entre o preço de mercado e o objetivo, algo que foi, obviamente, prontamente bem-recebido pelos presentes. O primeiro produto abordado foi o trigo, cujos preços despencaram durante 1929 todo, com os agricultores recebendo empréstimos baratos para segurar estoques e o governo comprando parte das safras para controlar a oferta no mercado interno e, também, não exportá-la. Além disso, já em Setembro do mesmo ano, tendo em vista que o Conselho já havia sido formado, Hoover tomou ações para barrar a venda, por parte da União Soviética, de trigo barato no *Chicago Mercantile Exchange*, precisamente para auxiliar o mercado interno³⁰.

Na segunda metade de 1930, o Conselho recebeu mais US\$100 milhões para uma nova rodada de estímulos à agricultura. No entanto, principalmente quanto ao trigo, os estoques já estavam em níveis bem mais altos que o comum, de forma que a pressão baixista sobre os preços só aumentava cada vez que novas intervenções para mantê-los altos eram feitas. Além disso, as citadas proibições de exportação e restrições de importações isolaram o mercado americano do resto do mundo.

O mantimento dos preços por meio da limitação artificial da oferta não se limitou ao trigo, tendo se expandido para outros produtos ao longo de 1930 e 1931. Algo parecido ao trigo chegou a ocorrer com o algodão, com a criação, ao fim de 1929, de uma Cooperativa Nacional do Algodão, por parte do Conselho da Fazenda, também com a sua própria linha de crédito barato, ultrapassando os US\$30 milhões. Também foram feitas cooperativas menores, mas ainda assim intrusivas em seus respectivos mercados, referente ao leite e derivados, ao arroz, ao feijão, à noz e castanhas, aos produtos cítricos e outras frutas, ao mel, ao ovo, ao tabaco e outras de relevância ainda menor, além da tentativa falha (por falta de interesse dos

³⁰ HOOVER, 1952, p.50-53

produtores) no que tange à carne bovina. Para termos de magnitude, até 1933, o total de empréstimos para produtores de uva atingiu os US\$25 milhões³¹.

Porém, em todos, o resultado repetiu o que ocorrerá com o trigo: mantimento artificialmente alto dos estoques, derrubando cada vez mais os preços, forçando uma nova rodada - gradativamente maior - de financiamentos e subsídios até que, por conta dos altíssimos montantes, cessaram, finalmente levando os preços a patamares ainda menores do que antes das intervenções, além da carteirização dos mercado agrícolas e da redução da produtividade. Ou seja, o prolongamento e agravamento da crise.

3.5 O Legado Deixado

Não há dúvidas de que as intenções do presidente Hoover eram nobres e focadas em realmente auxiliar a população, principalmente a classe trabalhadora, com seus problemas econômicos. Porém, a crise não apenas é inevitável, como também necessária.

O mantimento dos salários, por impedir que empresas possam reduzir substancialmente seus custos (folhas salariais comumente são um dos maiores componentes de passivos), empecilha-as de ajustar suas margens de lucro e, por consequência, pode fazer com que algumas vão à falência, quando não iriam caso a restrição não existisse. Ademais, é válido notar que enquanto companhias grandes, tais como as que participaram nas conferências na Casa Branca, possuem o capital necessário para lidar com isso e, dessa forma, manterem-se operantes, as menores não necessariamente têm a mesma condição, sendo precisamente as que sofrerão, e nem sequer tiveram como opinar.

Além disso, o mantimento de mão-de-obra em setores que não sustentariam tamanho contingente naturalmente impede a maior oferta de trabalho a setores que

³¹ Para este parágrafo e o anterior, ver ROTHBARD, 1963, p.204-209

sejam de fato mais produtivos. Não à toa que o nível de desemprego americano, que havia saltado de 3,2% em 1929 para 24,9% em 1933, só veio a retornar para valores menores de dois dígitos após o início da Segunda Guerra Mundial, mesmo com tamanhos intervencionismo de Hoover e, futuramente, de Roosevelt no mercado de trabalho³².

As medidas quanto ao meio agrícola demonstram precisamente as consequências de persistir com intervencionismos que impedem o reajuste do mercado. O mantimento subsidiado dos preços fez com que o nível de produção não decaísse para acompanhar a menor demanda, decorrente da recessão e do desemprego, já que os produtores não incorriam em prejuízos por vendas menores. Gradativamente, dado o maior estoque decorrente do desalinhamento da oferta e demanda, a maior pressão baixista sobre os preços forçava que os montantes subsidiados crescessem, eventualmente para além das quantias destinadas para tal fim. Não à toa que, no governo Roosevelt, medidas mais drásticas tiveram de ser tomadas, incluindo as famosas compras e queimas de estoques agrícolas e pagamentos a fazendeiros para não produzirem. No fim, o resultado foi justamente o esperado pela teoria aqui seguida: políticas altamente custosas, mercados com produtividade em declínio e, ao fim dos artificialismos, em posição ainda pior do que de onde partiram.

³² U.S. Bureau of the Census, 1976, p. 135 - Series D 85-86: *Unemployment: 1890 to 1970*

4 Conclusão

Por meio das análises das base monetária e das reservas bancárias dos Estados Unidos, identificou-se que as expansões na oferta de moeda durante a década de 1920 de fato caracterizaram um processo inflacionário, dado que as reservas de ouro - o lastro da época - não aumentaram proporcionalmente, causado principalmente por moeda escritural, dado o aumento da participação relativa de depósitos à prazo frente aos à vista, por conta do menor requerimento de compulsório. Isso por sua vez, justamente por representar uma expansão monetária artificial, impactou o sistema econômico no geral, precisamente o necessário para se gerar um ciclo econômico, em vez de variações apenas em setores específicos.

Este expansionismo caracteriza-se como o período de *boom* pré-crise. O constante mantimento do fluxo de crédito barato e expansão da base monetária e das reservas bancárias, garantindo liquidez ao sistema, permitiu com que o mercado não apenas evitasse o reajuste, como também, continuasse a ser fomentado durante grande parte da década de 1920, paulatinamente aumentando a desconexidade para com a ordem que poderia ser naturalmente sustentada.

Aponta-se como a causa dessa inflação o conluio entre o *Federal Reserve* americano e o Banco da Inglaterra, os quais, comandados respectivamente por Benjamin Strong e Montagu Norman, colaboraram - inclusive por meio de suas amizades pessoais - para retirar a economia da Inglaterra da desaceleração decorrente da Primeira Guerra Mundial, mantendo o nível de câmbio em um não mais sustentado por condições naturais, de forma a atingir o objetivo inglês de manter seu *status quo* de hegemonia político-econômica. Isso significou a substituição do padrão-ouro tradicional - menos tolerante à inflação - por um onde poucas moedas (majoritariamente, o dólar) possuíam lastro em ouro, com as demais com reservas piramidadas nelas, tornando-as, na prática, fiduciárias e mais lenientes a expansionismos.

No entanto, o descrito caráter de inevitabilidade da crise - um sistema frágil, inflacionado e improdutivo, além dos maiores incentivos políticos para contrair a política monetária, em vez de mantê-la expandida - fez com que a expansão cessasse, conduzindo o *boom* a um *bust*, estourando a crise. Esta é precisamente o período necessário para que o mercado reajuste-se a paradigmas que podem ser naturalmente sustentados por suas condições inerentes, principalmente em relação às preferências temporais dos indivíduos. Infelizmente, ela baseia-se em uma série de liquidações (e logo, demissões e contração econômica) de investimentos que, pelo aumento do custo de capital, se demonstram não-lucrativos sem a alta disponibilidade sintética de liquidez.

Tendo, pois, em vista o caráter naturalmente sequencial da crise em relação ao *boom*, e sendo que este foi causa direta da expansão monetária, infere-se que este inflacionismo americano durante a década de 1920 foi precisamente o gerador da recessão. Ademais, atingiu-se o anteriormente proposto de estabelecer relação causal entre ações para com as políticas pública e monetária frente ao expansionismo, de forma que é, finalmente, possível inferir que as citadas medidas do Banco Central americano, sob responsabilidade de Benjamin Strong e influenciado pelo banco da Inglaterra e Montagu Norman, foram os verdadeiros causantes da Grande Depressão.

Por sua vez, as medidas do presidente Hoover - por mais que bem intencionado -, tentaram lutar contra a depressão, impedindo demissões, queda de preços e deflação e a correta realocação de recursos produtivos, tendo sido as primeiras responsáveis por prolongar e agravar desnecessariamente a depressão, o desemprego e a baixa produtividade, além de dar as bases para o que viria a ser o maior programa de intervencionismo estatal à época: o *New Deal*. De forma complementar a este trabalho, incentiva-se o futuro estudo deste e da era de Franklin D. Roosevelt, aos moldes metodológicos aqui propostos.

Referências

Abbott, C. C. (1937). “*The New York Bond Market, 1920-1930*”. Cambridge: Harvard University Press.

Anderson. B. (1949). “*Economics and the Public Welfare: Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*”. Princeton: Van Nostrand Company.

Bernstein, I. (1960). “The Lean Years: A History of the American Worker, 1920-1933”. Boston: Houghton Mifflin

Board of Governors of Federal Reserve System (1943): “*Banking and Monetary Statistics 1914-1941*”. Washington, D.C.: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Brown, W. A. (1940). “*The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934*”. Nova Iorque: National Bureau of Economic Research.

Cecchetti, S. G. (1992). “*The Stock Market Crash of 1929*”. Ohio: Department of Economics of the Ohio State University.

Chandler, L. (1958). “*Benjamin Strong, Central Banker*”. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

Clark, L. (1935). “*Central Banking Under the Federal Reserve System*”. Nova Iorque: The Macmillan Company.

Clay, Sir H. (1957). “*Lord Norman*”. Nova Iorque: The Macmillan Company.

Commercial and Financial Chronicle. Edição de 9 de Maio de 1925. Nova Iorque: Volume 120, Number 3154.

French, D. R. (1931): “*The Significance of Time Deposits in the Expansion of Bank Credit, 1922-28*”. The University of Chicago Press: Journal of Political Economy, Vol. 39, No. 6, p. 759-782.

Friedman, M. & Schwartz, A. (1963). “*A Monetary History of the United States 1867-1960*”. Princeton: Princeton University Press.

Galbraith, J. K (1955). “*The Great Crash 1929*”. Boston: Houghton Mifflin.

Hayek, Friedrich (2011). “*Desemprego e Política Monetária*”. São Paulo: Instituto Rothbard. Primeira edição de 1979.

Hobsbawm, E. J. (1997). “A Era dos Extremos: O Breve Século XX 1914-1991”. São Paulo: Companhia das Letras. Primeira edição de 1994.

Hoover, H. (11/08/1932). “*Discurso de aceitação da nomeação do partido Republicano às Eleições de 1932*”. Transcrição feita por Miller Center of Public Affairs, University of Virginia

Hoover, H. (1951). “*The Memoirs of Herbert Hoover: The Cabinet and the Presidency 1920-1933*”. Nova Iorque: The Macmillan Company.

Hoover, H. (1952). “*The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression 1929-1941*”. Nova Iorque: The Macmillan Company.

Keynes, J. M. (1936). “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”. São Paulo: Editora Saraiva.

Kindleberger, C. P. (2013). “*The World In Depression 1929-1939*”. Berkeley: University of California Press. Primeira edição de 1973.

Mises, L. V. (2010). “Ação Humana”. São Paulo: Instituto Mises Brasil. Primeira Edição de 1949.

Mises, L. V. (2013). “*The Theory of Money and Credit*”. Nova Iorque: Skyhorse Publishing. Primeira Edição de 1912.

Myers, W. S & Newton, W. H. (1936). “The Hoover Administration: a Documented Narrative”. Nova Iorque: Charles Scribner's sons

Palyi, M. (1941). “*The Meaning of the Gold Standard: A Review Article*”. The University of Chicago Press: The Journal of Business of the University of Chicago Volume 14, number 3, p.294-314.

Robbins, L. (1971). “*The Great Depression*”. Nova Iorque: Books for Libraries Press. Primeira edição de 1934.

Roberts, P. (2000). “*Benjamin Strong, the Federal Reserve, and the Limits to Interwar American Nationalism. Part I: Intellectual Profile of a Central Banker*”. Federal Reserve Bank of Richmond: Economic Quarterly Volume 86/2.

Rothbard, M. (1963). “*America's Great Depression*”. Princeton: Van Nostrand Company.

Rothbard, M. (2002). “*A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II*”. Auburn: Ludwig Von Mises Institute.

Rothbard, M. (2009). “*Economic Depressions: Their Cause and Cure*”. Auburn: Ludwig Von Mises Institute. Primeira Edição de 1969.

Saes, A. M. & Saes, F. M. (2013). “História Econômica Geral”. São Paulo: Editora Saraiva.

Schwartz, A. (1975). "Book Reviews: *The World In Depression 1929-1939*". The University of Chicago Press Journals: Journal of Political Economy Volume 83, number 1.

U.S. Bureau of the Census (1949): "*Historical Statistics of the United States 1789-1945*". Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce.

U.S. Bureau of the Census (1976): "*Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970*". Washington, D.C.: U.S. Department of Commerce.

Viner, J. (Abril/1928). "*Political Aspects of International Finance*". The University of Chicago Press: The Journal of Business of the University of Chicago Volume 1, number 2, p.141-173.

Viner, J. (Julho/1928). "*Political Aspects of International Finance II*". The University of Chicago Press: The Journal of Business of the University of Chicago Volume 1, number 3, p.324-363.

Willis P. & Chapman J. (1935). "*The Economics of Inflation*". Nova Iorque: Columbia University Press.

White, E. N. (1990). "*The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited*" American Economic Association: Journal of Economic Perspectives Volume 4, Number 2.