

Moeda, Crédito Bancário e recuperação econômica na década de 1930

Marcio Alvarenga Junior¹

Fernando Mattos²

RESUMO

A retração acelerada do comércio internacional e o estancamento do fluxo de capitais externos ao final dos anos 1920 impuseram enormes desafios ao crédito doméstico das economias que seguiam às cegas os mandamentos do padrão ouro-libra. Na economia brasileira, a retração dos saldos das contas externas já anunciava a gestação de um período de dificuldades quando o cataclismo da economia global eclodiu e solapou de vez o sistema monetário e bancário, fazendo emergir uma forte contração da oferta de moeda. O presente trabalho tem por finalidade analisar o processo de reestruturação do sistema financeiro, com ênfase nas modificações na estrutura monetária e bancária da época. A hipótese que aqui se sustenta é que esse processo de reestruturação representou uma parte fundamental da recuperação econômica, primeiramente ao desvincular a base monetária do fluxo líquido de reservas internacionais, permitindo que os governantes utilizassem a política monetária de forma discricionária e anticíclica e, posteriormente, ao contribuir para a solidificação do sistema bancário, permitindo o alargamento dos empréstimos concedidos pelos bancos comerciais.

PALAVRAS-CHAVE: Política Monetária pós-1930; Crédito Bancário; Recuperação econômica no Brasil pós-1930; Grande Depressão; Multiplicador monetário nos anos 1930 no Brasil

KEY-WORDS: Monetary Policy post-1930 in Brazil; Bank Credit; Economic Recovery in post-1930 Brazil; Great Depression; Money Multiplier in 1930s Brazil

I. Introdução

Não pesam dúvidas de que crise de 1929 foi uma das mais marcantes na história do capitalismo global, dada a profundidade e duração de seus efeitos sobre o sistema econômico. Anos mais tarde, com o privilégio do olhar retrospectivo da História, este evento acabou por receber a alcunha de “Grande Depressão”.

Na literatura econômica, o termo “depressão” foi designado para descrever não apenas uma recessão profunda e distintivamente duradoura, mas também uma situação na qual os efeitos deletérios da crise sobre o sistema são tão extensos que os mecanismos normais de geração dos ciclos são corroídos a ponto de simplesmente deixarem de

¹ Economista pela UFRJ e mestre em Economia pela UFF.

² Professor/pesquisador do programa de pós-graduação da Faculdade de Economia da UFF. Mestre e Doutor pelo Instituto de Economia da UNICAMP. Membro do Núcleo de Estudos em Economia Brasileira (NEB) da Faculdade de Economia da UFF (Universidade Federal Fluminense). E-mail: fermatt1@hotmail.com

operar. A partir desse ponto, cessa-se a repetição periódica de fases de expansão e contração econômica. Quando uma situação como essa emerge, a recuperação tende a ser invariavelmente lenta e impraticável sem a intervenção de fatores exógenos, tal qual a ingerência do Estado. (CARVALHO, 2013).

Ao contrário da maior parte das economias centrais, vide a própria economia norte-americana, o governo brasileiro não tardou a intervir no sistema econômico. Como resultado, o PIB industrial voltou a crescer já no ano de 1931, enquanto a atividade econômica como um todo se recuperou no ano seguinte. Embora as razões para o fato não sejam consensuais, há uma aceitação quase geral de que a economia brasileira se recuperou da crise de 1929 antecipadamente às nações industrializadas. Furtado (1959) foi o primeiro a levantar os motivos dessa recuperação precoce em uma obra genuinamente acadêmica. Sua tese teve enorme destaque nos círculos de debate da ciência econômica, sobretudo por se propor a explicar como uma economia primário-exportadora marcada por uma forte dependência estrutural externa conseguiu retomar o crescimento em um momento em que os países industrializados ainda se debatiam asfixiados pelos efeitos infaustos da crise e, de forma ainda mais fundamental, em um momento em que o sistema financeiro internacional havia se desestruturado por completo, com a conseqüente ruína do padrão ouro-libra. Nesse sentido, a tese lançada por Furtado, acertada ou não³, merece a enorme repercussão que teve, simplesmente pela auspiciosa finalidade à qual se propôs.

Um dos aspectos mais marcantes da crise que se instaurou sobre a economia brasileira, também relatado na obra de Furtado, foi o profundo choque contracionista do crédito doméstico, como decorrência do choque externo. Esta retração foi em grande medida provocada pela passividade de um sistema monetário que estava completamente refém da variação do fluxo de reservas internacionais. Nesse sentido, o estancamento

³ Bastos (2008b) alerta que, embora Furtado possa ter subestimado os efeitos da dependência financeira da economia brasileira em relação aos países centrais, sua obra (FEB) estava essencialmente correta ao apontar as assimetrias do padrão ouro, cujo ônus de seu funcionamento recaía mais acentuadamente sobre a periferia do capitalismo. Alternativamente, alguns autores, como, por exemplo, Peláez (1971) e também Peláez e Suzigan (1976), teceram críticas de outra natureza, endereçadas à aspectos centrais da abordagem de Furtado em FEB. Os estudos mencionados não referendavam a visão de Furtado de que a política fiscal, no período de defesa do café (pós 1930), fora, na verdade, deliberadamente anti-cíclica.

progressivo dos recursos financeiros que entravam via conta capital no Brasil constituiu um dos principais mecanismos de contágio de fora para dentro da crise internacional.

A retração contínua e acelerada do fluxo internacional de capitais, traço geral da crise que se abateu, em maior ou menor grau, sobre as economias capitalistas, teve por desfecho o melancólico abandono da Inglaterra ao padrão ouro-libra em setembro de 1931. Tornava-se claro que o padrão ouro-libra não mais tinha condições de reger as transações comerciais e financeiras internacionais, ao menos não em um cenário econômico tão desolador. A ideia da conversibilidade e do lastro perdia gradualmente aplicabilidade no mundo real, sobretudo depois que a “*economia mundial orientou-se para a fragmentação em blocos*” (BASTOS, 2008a; p. 196).

Desse ponto em diante, uma onda de “nacionalismo monetário” percorreu o globo, fazendo eclodir da inconversibilidade da moeda fiduciária. No Brasil, o sistema monetário baseado no “curso forçado” foi legalmente instituído em 1933, constituindo uma das etapas de uma série de reformas institucionais (Van der Laan *et al.*, 2012) responsáveis por recuperar a autonomia da política monetária e por desatar os laços que mantinham unidos o crédito bancário ao fluxo de reservas internacionais; laços esses inegavelmente prejudiciais em momentos de contração das finanças globais.

É justamente sobre esse conjunto de medidas que o presente trabalho visa lançar olhares, demonstrando como o sistema financeiro foi reestruturado com vistas à liberação da política monetária e ao alargamento do crédito bancário para o seu uso anticíclico, incluindo o financiamento dos déficits públicos praticados em virtude da política de defesas dos preços do café. O foco principal da análise recairá sobre o sistema monetário e o bancário da época, deixando espaço para futuros trabalhos que busquem se ocupar do exame do mercado de capitais.

Na primeira seção, *O auge e o declínio do crescimento da economia brasileira sob a tutela do padrão ouro-libra na década de 1920*, serão pormenorizadas as operacionalidades da política monetária e do crédito bancário sob a tutela do padrão ouro-libra. O objetivo desse tópico é fornecer uma base de comparação de modo a tornar as mudanças sofridas pelo sistema monetário e bancário no pós-crise ainda mais evidentes, além é claro de atestar a inviabilidade de se continuar operando em um

sistema de crédito pró-cíclico e dependente da entrada líquida de reservas em um período em que o influxo de capitais se retraia ao redor do globo. Na segunda e última seção deste trabalho, intitulada *Fundamentos de uma política monetária e creditícia expansionista* busca-se tratar das reestruturações praticadas no sistema financeiro com vistas em um primeiro momento a socorrer o setor e posteriormente a permitir uma expansão dos meios de financiamento através da liberação da política monetária e do crédito bancário.

II. O auge e o declínio do crescimento da economia brasileira sob a tutela do padrão ouro-libra na década de 1920

Em termos lógicos, mudanças sempre implicam em uma análise no tempo, em que se observa a alteração de características marcantes de um objeto de um período para o outro. Nesse sentido, a constatação de uma mudança radical na condução da política monetária (e creditícia, de uma forma geral) só ganha clareza, ou mesmo sentido, na medida em que se estabelece uma base de comparação, ou equivalentemente, em que se propõe um período de “normalidade”. Esta base foi estabelecida pelo período 1926 – 1930.

A conveniência nessa escolha reside primeiramente na proximidade desse período com àquele que se busca analisar. Ademais, o período em questão é emblemático no que tange ao comportamento passivo do sistema monetário, o que ajuda a evidenciar sobremaneira as alterações sofridas por este no pós-crise. Adicionalmente, destaca-se que a curta experiência brasileira no padrão ouro-libra foi longa o bastante para abranger um período de forte expansão econômica e outro de crise. Esta inflexão contida no período torna aparentes os traços pró-cíclicos do sistema doméstico de crédito entre 1926-30, bem como a dependência da via externa de financiamento. Com a eclosão da crise, as medidas reestruturantes do sistema financeiro aqui analisadas se voltam justamente a modificar a estrutura do crédito doméstico com vistas a conferir-lhe maior autonomia em um contexto em que a obtenção de capitais externos não se apresentava mais no conjunto de possibilidades.

II.1 O período de expansão do ciclo no padrão ouro-libra

O biênio que antecedeu o primeiro colapso do capitalismo global foi marcado pelo alto dinamismo da economia brasileira, tal qual revela a tabela 1, abaixo. Esse pródigo período em crescimento econômico foi puxado pela inflexão no comportamento do crédito doméstico, que, desde 1924, era comprimido na tentativa de valorizar o câmbio e controlar o nível de preços. Em 1926, a realidade econômica que havia encorajado o ajuste recessivo dois anos antes não mais existia⁴, e a falta de percepção do governo em relação a esse fato acabou pondo um fim melancólico ao interregno contracionista, no qual a valorização cambial e a deflação atingiram, cada uma, a impressionante marca de 15%.

Tabela 1: Variação real (%) do PIB da economia e por setor

Ano	PIB Agropecuária	PIB Industrial	PIB
1925	-3,2	1,1	0,0
1926	3,2	2,4	5,2
1927	10,8	10,8	10,8
1928	18,4	7,0	11,5
1929	0,3	-2,2	1,1

Fonte: IPEADATA.

A partir deste ponto, o crédito doméstico inicia uma trajetória de franca expansão, que perduraria pelos próximos dois anos, se encerrando (curiosamente) antes da eclosão da crise de 1929. De um lado, o Banco do Brasil passou a liderar um processo de intensa ampliação dos créditos concedidos pelo segmento bancário, justificando o acréscimo real observado de quase 100% no monte emprestado pelos bancos comerciais. Do outro, o redirecionamento da trajetória da base monetária implicou em uma expansão real de 63% da oferta de moeda (M1) da economia brasileira.

Embora em trajetória ascendente, o crédito doméstico não se desfez do simulacrose passividade comum aos sistemas que flertam constantemente com taxas de câmbio fixas. Esta característica ainda foi aprofundada por meio da reforma monetária proposta por Washington Luís e aprovada pelo Congresso no final do ano de 1926. A reforma monetária tinha por objetivo a criação de uma moeda (o Cruzeiro) plenamente

⁴ O ajuste recessivo foi a resposta dada pela equipe econômica de Artur Bernardes em razão do cenário de forte desvalorização cambial (33,4%) que marcou o ano de 1923 e do descontrole no nível de preços, representado por uma taxa de inflação que superou os 30% naquele ano.

convertível em ouro. A rigor, a instauração da conversibilidade seria feita de forma progressiva por intermédio da Caixa de Estabilização, que emitiria notas convertíveis à vista em contrapartida das reservas internacionais nela depositadas. Tão logo o monte de depósitos em ouro na Caixa se mostrasse suficiente para garantir a conversão de todo meio circulante, o governo central procederá com a troca do mil-réis pelo cruzeiro.

Em termos práticos, a implementação da reforma monetária apregoava a volta ao padrão ouro-libra. Ao que parece, nos altos círculos do governo poucas críticas pesavam sobre o retorno ao regime monetário internacional, embora uma extensa discussão⁵ tenha se desenhado no que concerne à paridade a ser adotada. O amplo apoio recebido pela proposta revela a convicção dos parlamentares e executores da política econômica de que – mesmo após a forte deflação de 1926, talvez em parte por conta desta também – se tornara mais do que necessário o estabelecimento de regras para a condução da política monetária, notadamente depois dos supostos excessos praticados na ocasião em que operavam, em momentos distintos, a Carteira de Redescontos do Banco do Brasil e sua Carteira de Emissões.

Ao redor do globo, o retorno em massa dos países ao regime monetário internacional favoreceu a expansão do comércio e as finanças globais, tendo em vista a conveniência que o padrão ouro-libra trazia ao permitir a denominação de ativos e passivos internacionais em uma unidade de conta comum, sem olvidar, é claro, que o compromisso com taxas de câmbio reduzia sensivelmente a incerteza dos investidores em relação à estabilidade do valor dos débitos contraídos e dos créditos concedidos. (BASTOS, 2008a).

Desta maneira, ao regressar ao padrão ouro-libra, o Brasil se credenciou a participar deste movimento de expansão da economia global. Já em 1927 a Caixa de Estabilização, então em seu primeiro ano de funcionamento, começou a receber uma entrada maciça de reservas internacionais, fazendo, por contrapartida, expandir a base monetária por meio da emissão de suas notas convertíveis (Tabela 2). Ademais, a própria adoção de uma paridade cambial desvalorizada entre o mil-réis e a libra foi

⁵ Para mais informações sobre o debate acerca do retorno ao Padrão ouro-libra na década de 1920, ver Neuhaus (1975) e Banco do Brasil (2010).

funcional para atrair capitais externos ao baratear o custo de aquisição de ativos domésticos, conforme destaca Neuhaus (1975).

Tabela 2: Desdobramento da Base Monetária por Órgão Emissor - em mil contos de réis (preços correntes)

Ano	Tesouro	Banco do Brasil	Caixa de Coversão	Caixa de Estabilização	Total
1921	2079,00	0,00	19,00	0,00	2098,00
1922	2347,00	0,00	19,00	0,00	2366,00
1923	2250,00	389,00	10,00	0,00	2649,00
1924	2237,00	727,00	0,00	0,00	2964,00
1925	2115,00	592,00	0,00	0,00	2707,00
1926	1997,00	592,00	0,00	0,00	2589,00
1927	1977,00	592,00	0,00	436,00	3005,00
1928	1952,00	592,00	0,00	835,00	3379,00
1929	1954,00	592,00	0,00	848,00	3394,00
1930	2543,00	170,00	0,00	129,00	2842,00

Fonte: Neuhaus (1975).

Uma análise mais cuidadosa da tabela 2 revela que Washington Luís se manteve fiel às suas convicções ortodoxas e à sua crença de que o fluxo internacional de reservas sob a égide do padrão ouro-libra constituiria o verdadeiro regente do sistema creditício doméstico. Nesse sentido, chama atenção o fato de que entre 1926 e 1929 o Tesouro Nacional, então detentor do monopólio de emissão de papel moeda, não se valeu de uma política monetária expansionista. Longe disso! O que se observou, de fato, foi uma política inquestionavelmente conservadora, cujo resultado foi a retração de suas emissões em 43 mil contos de réis (o equivalente a cerca de 1,3% do valor da base monetária em 1929).

O acúmulo de divisas que justificou a ampliação da base monetária foi em grande medida possibilitado pela melhora do fluxo internacional de capitais que mais do que compensou a redução no saldo das transações correntes (FRITSCH, 1990). A entrada de capitais externos, ademais de constituir a *causa-causans* da expansão monetária do início do mandato de Washington Luís até o início de 1929, foi fundamental para sustentação da renda do setor cafeeiro ao financiar a retenção dos estoques deste produto. O programa de defesa dos preços do café, que havia abdicado dese caráter contingente⁶ em 1924 e cuja responsabilidade da defesa permanente havia sido transferida para o estado de São Paulo se favoreceu do contexto de ampliação da

⁶ A partir de 1924, o programa de valorização dos preços do café tornou-se permanente. Para mais detalhes, ver Delfim Netto (2009).

liquidez internacional para contratar empréstimos junto aos bancos estrangeiros. Tal qual aponta Fritsch (1990), no período:

[...] consolidavam-se novas bases de operação financeira do programa de defesa do café, agora sob controle do governo de São Paulo. Tão logo o mercado de capital de Londres voltou a operar num clima de intensa competição, não foi difícil ao recém-criado Instituto de Defesa do Café de São Paulo convencer um grande banco inglês, até então praticamente ausente de operações com o Brasil, a prover os fundos para que o Banco do Estado – constituído com a finalidade básica de cumprir o papel de prestador de última instância aos bancos envolvidos com o financiamento do café, antes desempenhado pelo Banco do Brasil – bancasse as eventuais necessidades de financiamento do complexo cafeeiro durante a retenção de estoque. (Ibid., p. 57-58).

Mesmo em sua fase áurea a expansão da economia brasileira não deixava de estimar cuidados, especialmente em vista da debilidade das bases sobre as quais esse processo se apoiou. A enorme fragilidade, no caso, vinha da necessidade existente de que as condições de liquidez internacionais não apenas prevalecessem como se alargassem indefinidamente, haja vista os efeitos dinâmicos sobre o saldo das transações correntes do endividamento via conta de capitais e dos crescentes custos com a retenção de estoques de café na década de 1920. (FURTADO, 1959; ALVARENGA Jr. & MATTOS, 2015)

Entretanto, a estabilidade do fluxo de capital nunca foi uma marca distintiva do padrão ouro-libra. As crises internacionais ocorriam com alguma frequência, e seus efeitos sobre a periferia do capitalismo – leia-se: os países primário-exportadores – eram inquestionavelmente maiores por uma série de circunstâncias. Primeiramente, quando a crise estourava, os países centrais (credores industrializados) tinham débitos a receber, e não a pagar. Mais além, nos momentos de crise, quando a incerteza aumentava sensivelmente, o fluxo de capitais tomava o rumo das praças financeiras mais seguras, em detrimento das mais rentáveis. Por fim, nesses períodos havia uma tendência quase que incontornável à deterioração dos termos de troca, dada que nas transações comerciais travadas entre centro e periferia, a essencialidade da pauta de importações tendia a ser muito maior para este último grupo de países. Logo, em tempos recessivos a queda no preço das commodities tendia a ser muito mais acentuada do que à observada nos preços dos bens manufaturados. (FURTADO, 1959; BASTOS, 2010).

Ironicamente, mesmo diante da enorme fragilidade das condições nas contas externas que sustentavam o excepcional desempenho da economia brasileira, as taxas de

crescimento econômico foram desaceleradas (e, posteriormente, inflexionadas) com contribuição decisiva de elementos de natureza doméstica; no caso, destaca-se a elevação do entesouramento das instituições bancárias. Esse processo tomou corpo no final do terceiro trimestre de 1928 sob a liderança do Banco do Brasil, que, após ser atingido por uma onda de falências ocorridas de janeiro a setembro daquele ano, passou a assumir uma postura mais cautelosa, exigindo maiores garantias para a concessão de empréstimos.⁷

Vale dizer que pela sua importância no segmento bancário da época, o comportamento do Banco do Brasil era por muitas vezes seguidos pelas demais instituições do setor. Foi exatamente o que ocorreu a partir do último quarto do ano de 1928: o acúmulo de reservas do Banco do Brasil teve um efeito farol sobre os demais bancos, que terminaram colocando em operação uma política de aumento de seus encaixes, vide tabela 3, abaixo.

Tabela 3: Comportamento das instituições bancárias e contração do crédito entre dezembro de 1928 e fevereiro de 1929

Especificação	Banco do Brasil	Demais Bancos
Encaixes	(+) 27,3%	(+) 0,1
Letras descontadas e empréstimos	(-) 3,6%	(-) 3,0

Fonte: Wileman's Brazilian Review, 1929 *apud* Neuhaus 1975.

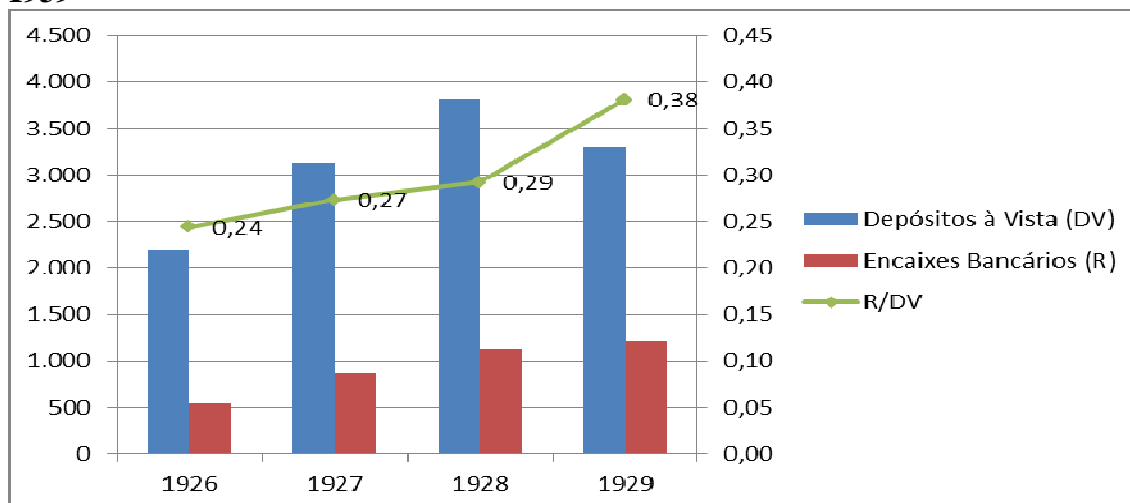
Em paralelo a isso, outros dois fatores contribuíram para o acúmulo de encaixes do Banco do Brasil na época. De antemão, o governo federal resolveu retomar a ideia de reestruturar o Banco para que este assumisse as funções de um Banco Central, apoiado na conversibilidade do meio circulante em ouro. Para tal, julgou-se como necessário aumento da liquidez do Banco do Brasil “*pela redução dos prazos de vencimento e risco dos ativos, e pelo aumento dos encaixes*” (NEUHAUS, 1975; p.90). Posteriormente, já no primeiro trimestre de 1929, o mercado cambial começou a transparecer suas limitações e dificuldades em arcar com a taxa de câmbio estabelecida, de modo que a partir de março daquele ano, o Banco do Brasil iniciou uma política deliberada de

⁷ Estima-se que o Banco do Brasil respondia na condição de credor por mais de 1/3 das falências ocorridas em 1928. (NEUHAUS, 1975).

entesouramento das notas da Caixa de Estabilização, visando salvaguardar os créditos externos que garantiam a taxa de intercâmbio entre a libra e o mil-réis, além de evitar o escoamento das reservas em ouro para o exterior.

Precisamente, a política de acumulação de encaixes bancários se iniciou já no ano de 1927 (vide gráfico 1), no entanto, os seus efeitos contracionistas sobre a base monetária foram facilmente superados pelos efeitos da expansão do papel-moeda emitido pela Caixa de Estabilização em resposta a forte entrada de reservas internacionais. Deste modo, a base monetária se ampliava puxada pela emissão das notas conversíveis, a despeito da prática de acúmulo de encaixe do setor bancário. Nota-se, ainda, pelo gráfico 1, que a prática de “entesouramento” dos bancos fez crescer a razão R/DV em um contexto de trajetória ascendente dos depósitos à vista. Isto só foi possível porque enquanto os depósitos à vista cresceram 50,3% no período, os encaixes foram ampliados em 126,8%.

Gráfico 1: Depósitos à vista, Encaixes Bancários e R/V – em mil contos de réis de 1939



Fonte: elaboração própria segundo dados do IPEADATA.

* Os dados para o ano de 1929 fazem referência ao final do terceiro trimestre daquele ano, portanto, precedem à eclosão da crise de 1929.

Em relação ao meio circulante, a elevação da razão R/DV ocorria em ritmo suficientemente alto para provocar a queda da multiplicação da base (tabela 4). De janeiro de 1926 a setembro de 1929 o multiplicador monetário despencou de 1,75 para 1,61, sendo seu efeito contracionista apenas em parte mitigado pelo crescimento da razão depósito à vista sobre meios de pagamento no período. A despeito da queda

contínua do multiplicador, os efeitos líquidos sobre os meios de pagamento só se provaram negativos a partir de janeiro de 1929. A partir desse ponto, os efeitos contracionistas da queda do multiplicador passaram a se sobressair sobre os efeitos da expansão provocada pela emissão das notas da Caixa de Estabilização, já em queda pelo arrefecimento da entrada de capitais externos.

Tabela 4: Comportamento do multiplicador monetário no período 1926-1929

Ano	Multiplicador Monetário
1926	1,7559
1927	1,7228
1928	1,7481
1929*	1,6182

Fonte: elaboração própria.

As razões para esse arrefecimento, bem como os traços mais marcantes da construção de uma crise antecipada pela retração do crédito doméstico serão apresentadas no tópico a seguir.

II.2 A eclosão da crise de 1929: notas sobre o curto e custoso período de inação da política econômica

Desde 1926, encontrava-se em curso um processo de progressiva deterioração dos saldos comerciais no Brasil, sobremaneira explicado pela estagnação do valor de suas exportações apesar da alta cotação (embora não fosse a maior da década) dos preços do café no mercado internacional. Em termos meramente ilustrativos, destaca-se o fato de que aumento da renda no biênio que antecedeu a crise de 1929 fez crescer o valor das importações em cerca de 10% acima daquele observado para a expansão das exportações. Como resultado, o saldo da balança comercial foi reduzido em 53% do final de 1926 ao final de 1928, vide tabela 5.

Tabela 5: Exportações, importações e saldo da Balança Comercial – em milhões de dólares

Ano	Exportações	Importações	Saldo da Balança Comercial
1925	483,1	405,6	77,5
1926	455,7	386,4	69,3
1927	430,9	387,0	43,9
1928	474,6	441,7	32,9
1929	455,3	416,1	39,2

Fonte: Vilella *et al.* (1971).

Na medida em que o saldo comercial se reduzia, reforçando a trajetória deficitária das transações correntes, o equilíbrio do Balanço de Pagamentos tornava-se assim cada vez mais dependente dos superávits obtidos na conta capital. Cabe ressaltar, porém, a existência de uma grave inconsistência temporal nesse modelo de ajuste. Se, por um lado, a obtenção de capital externo em igual montante para cobrir o valor do déficit em transações correntes pudesse se mostrar suficiente para equilibrar o balanço de pagamentos em um dado período – e no caso, até para justificar o acúmulo de reservas –, por outro, a necessidade de arcar com as obrigações da dívida contraída e com o pagamento dos fatores de produção externos tendia a agravar os déficits na conta de serviços e rendas nos períodos subsequentes e, por conseguinte, a piorar estruturalmente a situação nas transações correntes.

Não apenas o equilíbrio externo do país dependia da manutenção das condições excepcionalmente favoráveis da liquidez internacional, mas também o próprio bom funcionamento do sistema de crédito doméstico, cuja disponibilidade de recursos havia sido condenada pelo padrão ouro-libra a emular os movimentos de chegada e partida das reservas internacionais.

O extraordinário quadro de entrada líquida de divisas da qual a economia brasileira não podia prescindir permaneceu relativamente inalterado do final de 1926 até o início do segundo semestre de 1928, quando teve início uma forte retração dos empréstimos externos de longo prazo concedidos à periferia.⁸ A partir de então, a piora nas transações correntes se aliou ao arrefecimento da entrada de recursos via conta de capital e faz ligar o sinal de alerta no país em relação a uma provável crise no balanço de pagamentos (BP) que se avizinhava.

Os efeitos sobre o sistema econômico desta piora no resultado do global BP foram imediatamente sentidos. Não tardou para que o choque monetário em gestação piorasse as condições do crédito doméstico, desacelerando a economia e colocando diversas firmas em situação de penúria financeira. No Rio de Janeiro, o aumento substancial do número de falências já para o ano de 1928 (tabela 6) fornece indícios de

⁸ Sobre esse aspecto, Kindelberger (1973) defende que a retração dos empréstimos à periferia endividada decorreu em grande medida do acirramento da concorrência pelos recursos financeiros em virtude do *boom* dos negócios em *Wall Street* pouco antes de seu colapso.

que a economia já enfrentava dificuldades, embora os resultados depressivos só tenham se materializado no país no início de 1929.

Tabela 6: Passivo das falências no Rio de Janeiro – em mil contos de réis de 1939

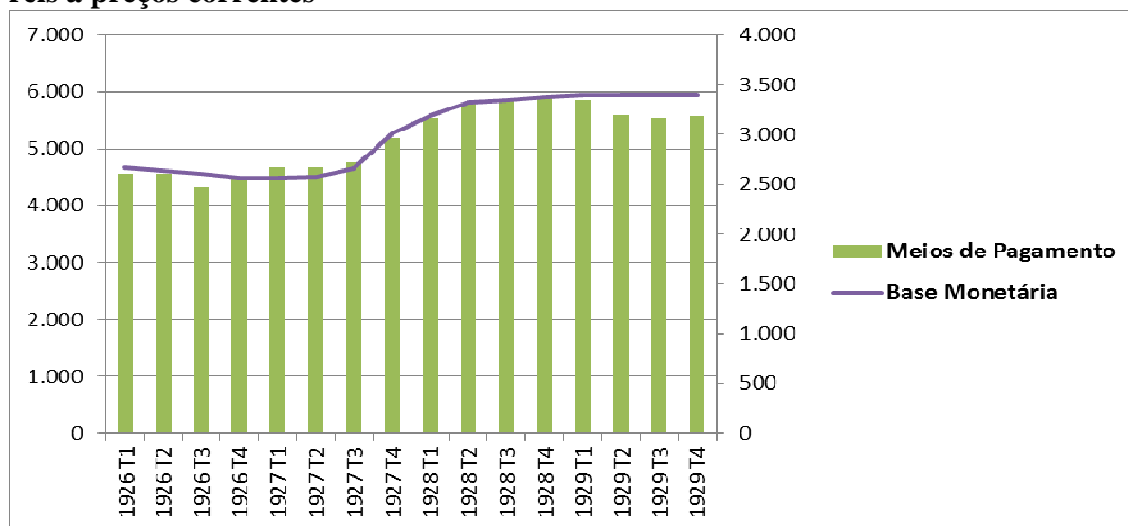
Ano	Passivo das Falências
1925	495,06
1926	678,13
1927	429,99
1928	575,40
1929*	649,82
1929	1339,84

Fonte: Ver Neuhaus (1975).

* Passivo de falências referente apenas ao primeiro semestre de 1929.

A rigor, em termos nominais, a base monetária cresceu até final do terceiro trimestre de 1929 (vide gráfico 2), embora os meios de pagamento já se encontrassem em queda desde o início daquele ano. O descasamento da trajetória dessas duas variáveis floresceu quando a entrada de reservas internacionais deixou de ser suficiente para expandir o papel moeda emitido em grandeza necessária para compensar os efeitos da substancial elevação da relação encaixe/depósitos à vista dos bancos sobre os meios circulantes.

Gráfico 2: Base Monetária (BM) e Meios de Pagamento (MP) – Em mil contos de réis a preços correntes

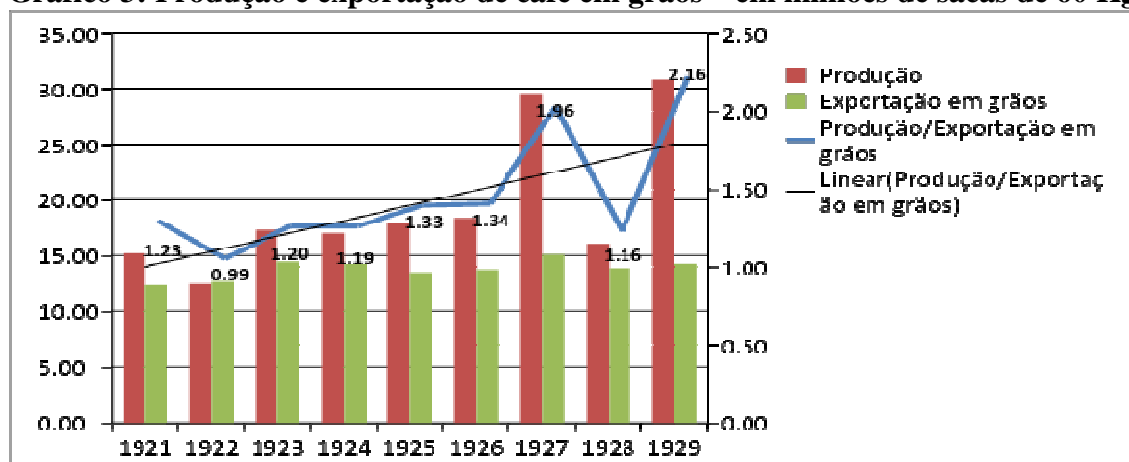


Fonte: elaboração própria segundo dados do IPEADATA

Conforme a situação das contas externas se agravava, a capacidade e inclinação do sistema bancário em emprestar ao setor produtivo eram progressivamente corroídas. A natureza pró-cíclica do padrão ouro-libra agora se manifestava adversamente, e com

ela vinha o receio de que o financiamento da retenção do estoque de café pudesse se tornar impraticável. Mais além da piora líquida na entrada de reservas, esse temor estava fundamentado no fato de que pelo menos desde 1922 encontrava-se em curso um processo de descasamento crescente entre a produção e a exportação do grão (gráfico 3), cujo resultado mais imediato era a elevação dos custos de retenção dos estoques de café.

Gráfico 3: Produção e exportação de café em grãos – em milhões de sacas de 60 Kg



Fonte: elaboração própria segundo os dados do IPEADATA

Estes custos foram enormemente alargados ao final da década em virtude de condições climáticas extremamente favoráveis que fizeram florescer duas safras recordes quase que em sequência. A safra de 1927, então a maior já registrada, foi aproximadamente duas vezes superior ao montante exportado. A retenção de estoques de tamanha magnitude só foi possível dadas as condições de financiamento externo muito particulares que vigoravam na ocasião. Contudo, com o início da reversão das condições de liquidez internacional, ainda em 1928, dificilmente o Instituto do Café de São Paulo conseguiria recursos para suportar outra safra colossal e garantir preços altos para o produto⁹. Não por acaso, a situação que já era complexa teve um desfecho dramático em 1929, quando o cenário de perda de divisas se associou as estimativas de uma safra em patamares surpreendentemente elevados. (CANO, 2007). O valor dos estoques acumulados atingiu em grandeza à décima parte do PIB naquele ano

⁹ Seguindo a natureza do ciclo cafeeiro, onde uma grande safra tendia a ser sucedida por uma ou duas safras normais ou menores, o ano de 1928 representou certo alívio no que tange as pressões do acúmulo de estoques sobre os preços do café. Embora ainda maior do que o total exportado, a produção de 1928 caiu quase pela metade em relação ao ano anterior. (CANO, 2007)

(FURTADO, 1959), de modo que os custos com sua retenção superaram largamente a capacidade do sistema de financiá-los ainda no início de outubro, ou seja, logo após iniciada a progressiva piora nas condições de contratação de crédito na praça de Londres, porém antes do colapso de *Wall Street*.¹⁰

A restrição externa que já era bastante severa às vésperas do cataclismo do capitalismo global, após o final de outubro foi catalisada pela ainda mais célere fuga de capitais, além é claro em razão da queda nos preços do café. Nesse sentido, a eclosão da crise mundial só reafirmou (ou confirmou o que até então se tinha por desconfiança) que não mais seria possível – ao menos em um futuro previsível – contar com recursos externos como pilar da política de sustentação dos preços do café e do crédito doméstico de uma forma geral.

Por sorte, o Banco do Brasil passou a atuar no sentido de aliviar a forte restrição do crédito que se instaurara, passando a redescontar Letras cafeeiras, a adiantar recursos aos produtores no valor de 40 mil-réis por saca, além de fornecer a liquidez necessária aos demais bancos em vista de evitar uma corrida bancária. Essa postura enérgica do Banco do Brasil só foi possível devido aos depósitos ociosos do Tesouro Nacional referentes aos superávits orçamentários dos anos anteriores¹¹, haja vista que Washington Luís se mantinha inabalável em suas convicções ortodoxas, especialmente na ideia de conversibilidade. Não por acaso, o então presidente desautorizou a emissão emergencial de moeda fiduciária pelo Tesouro requisitada ao final de 1929 pelo setor privado em dificuldades. (NEUHAUS, 1975).

Do ponto de vista teórico, a crença no padrão ouro-libra consistia em um irrecusável convite à inação, pois nela se embutia a fé no automatismo do equilíbrio via mercado. Em tese, a correção dos (nem tão) eventuais desequilíbrios externos sob sua tutela adviria de forma automática, onde o vetor de preços relativo se portaria

¹⁰ Ver Sayers (1976).

¹¹ Em valores em mil contos de réis de 1939, retirados de Villela *et al.* (1971), registre-se que, de 1926 a 1929, os resultados fiscais foram, respectivamente: déficit de 153,07 (em 1926); déficit de 9,60 em 1927 e superávit de 202,1, em 1928 e de 162,8 em 1929. Os superávits foram obtidos especialmente por causa do aumento das receitas ocorridas entre 1927 e 1929. Os resultados revelam que Washington Luís lançou mão de uma política fiscal orientada para a obtenção de superávits nas contas públicas. Ao que se propôs, W.L. logrou êxito, dado que sua austeridade praticamente equilibrou o orçamento em 1927 e obteve resultados superavitários para os dois exercícios seguintes, a despeito dos gastos com a amortização da dívida externa terem sido retomados no seu segundo ano de mandato.

compensatoriamente à perda de reservas. Nesse sentido, caso um país obtivesse déficits em seu balanço de pagamentos em um dado período, este se veria obrigado a transferir reservas metálicas ou moeda conversível para o resto do mundo. Ante esta perda, as reservas conversíveis experimentaríamos a elevação de seu preço *vis-à-vis* aos preços das demais mercadorias. Esse reajustamento dos preços relativos consistiria, em última instância, em uma desvalorização da taxa de câmbio real – embora a taxa nominal permanecesse fixa –, sendo, portanto, funcional para aumentar as exportações.

Contaminados pela crença em um sistema auto-ajustável, o governo pouco fez para socorrer o crédito doméstico, o mercado interno e a economia exportadora em um primeiro momento. Os executores de política econômica se comportavam como meros espectadores de uma crise nas contas externas que ganhava volume e comprometia o funcionamento do sistema econômico como um todo, tal qual revela o trecho a seguir:

O declínio dos preços mundiais das exportações brasileiras devido à Depressão mundial prejudicou seriamente a estabilidade cambial, mas – embora após outubro de 1929 o Banco do Brasil tenha restringido a venda de divisas – o Governo reverteu sua decisão no início de 1929 de desencorajar a conversão de notas da Caixa de Estabilização, e reafirmou a sua adesão ao padrão ouro, passando a encorajar a saída de ouro como um mecanismo “saudável” para aliviar a situação. (NEUHAUS, 1975: p.94).

Na prática, pelas razões já tratadas acima, a operacionalidade do padrão ouro-libra onerava de forma mais acentuada os países periféricos. A perda de reservas a qual eram submetidos, onde diversas forças se somavam em favor do surgimento dos déficits no Balanço de Pagamentos, era quase sempre tão grande a ponto de justificar o surgimento de grandes fissuras no sistema creditício doméstico, e das quais rebentavam tendências verdadeiramente recessivas. Este foi o justo caso que se instaurou ao em 1929, quando a insistência em se manter em operação a Caixa de Estabilização, por decisão de Washington Luís, mesmo após os fatídicos eventos de *Wall Street*, deixou aberta a principal artéria por onde sangravam as reservas do país. No final de 1929 o Brasil dispunha entre ouro e outros ativos estrangeiros de pouco mais US\$ 173, 3

milhões em reserva. Um ano após, não mais do que US\$ 42,8 milhões permaneciam em caixa.¹²

Compelido pela dramática situação externa e pela conseqüente severidade do crédito doméstico, o governo de Washington Luís resolveu suspender a conversibilidade das notas da Caixa de Estabilização somente no início de outubro de 1930. Em apenas um ano, as “veias abertas do padrão ouro-libra” fizeram contrair a base monetária em 719 mil contos de réis (vide tabela 2), o que equivalia a mais de 25% do valor de M0¹³. Somando este fato à política de acúmulo de encaixes bancários, os efeitos sobre meios de pagamento foram reforçados, de modo que em 1930 a oferta de moeda não atingia em termos reais 3/4 do valor observado para o ano de 1928 (tabela 9, mais adiante). Em face da extensão do choque monetário e de seus efeitos paralisadores sobre a atividade econômica, Washington Luís, enfim, autorizou por meio do decreto nº 19.372 de 17 de outubro de 1930 a emissão de até 300 mil contos de réis em notas do Banco do Brasil. Deste total, cerca de 170 mil contos foram emitidos, aliviando em parte o quadro desolador do crédito doméstico.

Mais além, as variações da base monetária discriminadas por órgão emissor contidos na tabela 2 poderiam sugerir uma postura mais enérgica do governo federal, sobretudo quando se constata uma emissão de papel moeda da ordem de 592 mil contos de réis pelo Tesouro. Entretanto, o que se observa de fato é uma recomposição da base monetária por órgão nos seguintes termos:

Nos dias da revolução, o governo de Washington Luís decretou a reforma do contrato do Tesouro com o Banco do Brasil, celebrada em 11 de outubro. O Tesouro devia ao Banco 372.044:534\$631, a título de antecipação de receita e mais 145.518:660\$070 por letras vencidas e não pagas. Essa reforma de contrato, que por tanto tempo havia sido protelada, fez-se na forma prevista pela lei de 18 de dezembro de 1926 e, com base nela o Tesouro foi creditado pela emissão do Banco, no valor de 592.000:000\$000, em mais 114.394:982\$952, que representavam metade do fundo de resgate do papel e que, pela cláusula 21ª do contrato de abril de 1923, teria de devolver ao governo, no prazo de dez anos. Assim, o Tesouro teve crédito para pagar ao Banco aquele débito e ainda para ficar com um saldo no valor de 188.831:848\$203. (Banco do Brasil, 2010; p.136-37).

¹² Dados retirados de Neuhaus (1975). A trajetória de queda das reservas é por si só eloquente, mas, ao se notar, aqui, que este valor equivalia a cerca de apenas 10% do total das importações de 1929, revela-se também o caráter desesperador da situação das reservas.

¹³ Sigla comumente utilizada para designar a base monetária.

A enorme perda de reservas e a dramática contração da base monetária atestam a demora do governo em reagir à piora nas condições externas. É bem verdade que algumas (poucas) medidas foram tomadas para tentar remediar a situação, tais quais a suspensão da conversibilidade das notas da Caixa de Estabilização e a emissão emergencial do Banco do Brasil, acima citadas. Todavia, todas elas só foram implementadas após a materialização de condições insuportáveis ao funcionamento do sistema econômico doméstico. A morosidade com a qual se respondeu efetivamente à crise ampliou excessivamente o contágio da economia brasileira por intermédio de um regime monetário internacional que em condições normais operava pró-ciclicamente e que fornecia escassos mecanismos de defesa.

III. Fundamentos de uma política monetária e creditícia expansionista

A ascensão do Governo Provisório¹⁴ no final de outubro de 1930 se apresenta como um marco histórico da construção de um sistema creditício menos reativo às condições externas e mais elástico às necessidades do empresariado nacional. Durante esse processo de construção cabe destacar o óbvio papel desempenhado pelo aprofundamento da crise em curso ao apresentar questões práticas aos novos governantes, como, por exemplo, ao atestar a inviabilidade de se socorrer a economia doméstica por recursos outros que não os próprios de que se dispunha internamente. Assim sendo, tornava-se irrevogável uma reforma do sistema de crédito doméstico que fosse capaz de suprir a sede por empréstimos externos que, a partir de 1930, praticamente evaporaram.

O primeiro grande passo dado no sentido desta reformulação foi o pronto fechamento da Caixa de Estabilização (Decreto nº 19.423 de 22 de novembro de 1930), que pôs fim à curta, porém traumática, última experiência brasileira no padrão ouro-libra. A abolição definitiva da conversibilidade em ouro, ao liberar a taxa de câmbio¹⁵,

¹⁴O novo arco de alianças políticas que deu sustentação ao Governo Provisório ajuda a explicar o rumo das mudanças institucionais colocadas em prática a partir de 1930, conforme apontam, entre outros, os trabalhos de Hebe Mattos (2012); Alvarenga Jr. e Mattos (2015); Fausto (2011); Draibe (2004).

¹⁵ Cabe destacar que na própria abordagem furtadiana (em FEB, especificamente) a desvalorização cambial teve um impacto estrutural importante na década de 1930. Ao ser conjugada aos programas que visavam sustentar a renda do setor cafeeiro, a depreciação do mil-réis terminou por represar a demanda agregada, inclusive aquela criada em razão da compra de estoques invendáveis de café, dentro dos limites do mercado doméstico. A sustentação da renda atenuava os efeitos depressivos sobre o consumo da

permitiu que a política monetária assumisse uma trajetória mais autônoma¹⁶, livrando-se da extrema passividade com a qual reagia às variações na entrada líquida de reservas internacionais no país.

Com o fechamento da Caixa de Estabilização, o estoque de ouro ali restante foi entregue aos cofres do Banco do Brasil, que passou a centralizar as operações cambiais do país. Um ano mais tarde, o Banco teve sua condição de monopolista no mercado de câmbio reafirmada por força do decreto nº 20.451 de 28 de setembro de 1931. Ainda que esta mera transferência de ouro de uma instituição para outra não tenha relação direta com a adoção de uma política monetária ou creditícia expansionista, tal medida representa uma face da reestruturação do Banco do Brasil no sentido de dotá-lo das características análogas às de um banco central. A ideia de transformar o Banco do Brasil em um banco central já era antiga, e já na década anterior suscitou um caloroso debate¹⁷. Inicialmente, a transformação viria para unificar os componentes da política monetária em uma única instituição, sujeitando suas operações ao funcionamento do padrão ouro-libra que, em última instância, conferiria regras à emissão de papel-moeda.

Aos poucos, na década de 1930 a transformação do Banco do Brasil foi tomando corpo, embora na prática diferisse diametralmente da acepção de reforma proposta na década anterior, tendo sido amplamente utilizado para auxiliar a ampliação do crédito

comunidade e, na medida em que as contas externas inviabilizavam a saciedade por bens via importação, a indústria nacional era estimulada à produção substitutiva de gêneros importados de baixa complexidade e intensidade tecnológica. Mais além, a própria desvalorização se mostrou funcional na defesa da renda do setor cafeeiro, na medida em que amortecia os efeitos da queda dos preços internacionais do café quando cotados em moeda doméstica. Sobre esse aspecto, é digno de nota o fato de que enquanto o preço cotado em libra caiu pouco mais de 55% entre 1928 e 1932, uma queda não maior do que 25,5% em mil-réis foi observada para o mesmo período (FURTADO, 1959). Não obstante os efeitos virtuosos aqui mencionados, a depreciação do mil-réis também colocou desafios importantes ao avanço do processo substitutivo de importações ao qual Furtado se referenciava, especialmente ao encarecer máquinas e equipamentos importados em um contexto de penúria das contas externas. Nesse sentido, o processo substitutivo só não esbarrou de forma efetiva no enorme e crescente contingenciamento da capacidade de importar na época porque a economia brasileira contava com uma confortável capacidade ociosa no setor manufatureiro. Ao mencionar tal fato, Furtado deixou claro, exatamente, que: (a) já existia uma estrutura industrial no Brasil, herdada dos anos 1920 e de antes, notadamente nos setores produtores de bens de consumo; (b) a expansão da atividade industrial não dependeria, pelo menos em um primeiro momento, da importação de bens de capitais, o que se mostrava virtualmente impossível ou muito oneroso, dada a rapidez e magnitude da desvalorização cambial.

¹⁶ Este fato foi de fundamental importância, sobretudo em vista de que o estoque de reservas internacionais anterior à crise só foi efetivamente recomposto após o ano de 1942.

¹⁷ Para mais, ver Neuhaus (1975) e Banco do Brasil (2010)

doméstico e para a recuperação e, posteriormente, aceleração do crescimento econômico¹⁸.

A segunda etapa dessa reforma veio com a reabertura da Carteira de Redesconto do Banco¹⁹. Em um primeiro instante, a carteira estava habilitada a redescotar títulos oriundos de transações comerciais, porém, em 1932, por força do decreto nº 21.537, a natureza dos títulos redescotados foi consideravelmente ampliada, passando a incluir títulos de origem agrícola, pecuária, industrial e, ao final do ano, a autorizar o redesconto de promissórias do Governo. Em tese, o redesconto dos títulos públicos constituiria um expediente excepcional ao Tesouro em função da necessidade de se financiar o enorme (e imprevisto) déficit daquele ano, fortemente influenciado pela chamada Revolta Constitucionalista de São Paulo e pelas secas no Nordeste. Todavia, até 1935 outras autorizações foram concedidas no mesmo sentido, quando a partir de então fora vetado o acesso dos títulos públicos, nas três esferas de governo, à Carteira de Redescontos.²⁰ Vale ressaltar, porém, que após 1935 o Banco do Brasil seguiu fornecendo recursos aos governos federais, estaduais, municipais, bem como ao Departamento Nacional do Café, embora agora com recursos próprios, e não mais por meio de emissões de papel-moeda solicitadas ao Tesouro Nacional.

Dando sequência ao processo de reestruturação do Banco do Brasil, o governo criou em 1932 a Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB). O objetivo dessa caixa era prover recursos líquidos aos bancos cujas carteiras estivessem obstruídas por ativos de longo prazo e de baixa liquidez.

Não pesam dúvidas de que a explosão do número de falências impactou adversamente o balancete dos bancos e, por conseguinte, própria capacidade e propensão dessas instituições em concederem crédito. Por exemplo, o Banco Português, instituição fortemente ligada a concessão de crédito ao setor importador na praça do Rio

¹⁸ Ciente das enormes demandas que emergiam da crise, Vargas discursou em respeito à urgência de se reformar o Banco do Brasil com a finalidade de torná-lo:

[...]um propulsor do desenvolvimento geral, auxiliando, nesse caráter, a agricultura, amparando o comércio, fazendo redescontos, liderando, em suma, todo o sistema bancário, no sentido de contínuo engrandecimento do país. Atingir-se-á esse objetivo mediante a criação de carteiras especiais para o comércio, para a agricultura, para as indústrias etc. (VARGAS, 1930: p.55 apud BASTOS, 2008a: p.201).

¹⁹ Decreto nº 19.525 de 24 de dezembro de 1930.

²⁰ Lei nº 160 de 31 de dezembro de 1935

de Janeiro, passou a enfrentar sérias dificuldades para liquidar seus empréstimos, sobretudo após ocorrida a desvalorização cambial. (MARQUES & MELO, 2011). A partir de então, o banco passou a assumir uma postura mais conservadora, comportamento evidenciado na retração de seus depósitos (à vista e à prazo) de quase 70 mil contos de réis para 36 mil contos entre 1928 e 1932.

Seguramente, o caso do Banco Português é um dentre muitos que ajudam a explicar a retração real de cerca de 27% dos depósitos à vista entre 1928 e 1930. A retração de tal ordem respondeu à situação de enorme incerteza que cercava o ambiente econômico e que comumente se abatia sobre os ativos dos bancos comerciais – situação sob a qual a decisão mais prudente para qualquer agente era manter-se líquido. Nesse sentido, a criação da CAMOB marca uma sensibilidade profunda dos governantes em relação ao quadro que se apresentava no sistema econômico, e por meio deste instrumento de política monetária buscaram contrapor às forças que emergiram da crise e que empurravam o sistema de crédito na direção de seu colapso.²¹

Fundamentalmente, os recursos da CAMOB foram constituídos pela imposição do recolhimento junto ao Banco do Brasil das reservas dos bancos comerciais de todo numerário que extrapolasse a quinta parte de seus depósitos. Caso esses recursos se revelassem insuficientes, o Banco do Brasil poderia solicitar a emissão de papel-moeda ao Tesouro Nacional como forma de complementá-los. De forma inédita, ficou estabelecido que todos os bancos do país estavam “*obrigados a manter em caixa numerário correspondente a dez e quinze por cento, respectivamente, do total de seus depósitos a prazo e a vista*” (BRASIL, 1932: decreto nº 21.499).

Além de ajudar a restituir a liquidez do sistema bancário em um contexto em que os ativos dos bancos sofriam vultosas baixas em razão da decolagem do número de falências e concordatas, a CAMOB ampliou enormemente a flexibilidade de que dispunha o Banco do Brasil para atender às necessidades do Tesouro e do Departamento Nacional do Café. As reservas compulsórias dos bancos comerciais depositadas no Banco do Brasil passaram a ser crescentemente utilizadas para financiar o governo e

²¹ Nesse mesmo período nota-se uma retração real de 22% da base monetária, de 25% dos meios de pagamento e de 8% da concessão de empréstimos dos bancos comerciais.

suas autarquias, especialmente no que concerne a política de retenção e queima de estoques invendáveis de café²².

Em conjunto, a Carteira de Redesconto e a Caixa de Mobilização Bancária deram ao Banco do Brasil a aparência de um emprestador de última instância. Não se deve fazer pouco caso da criação desses órgãos, pois estes alteraram significativamente a estrutura do sistema bancário brasileiro. No modelo analítico proposto por Chick (1992), é justamente o surgimento de uma autoridade monetária com a atribuição de emprestador de última instância que demarca a passagem à quarta etapa evolutiva do sistema bancário. A partir dessa etapa, por poderem contar (em casos de crise de liquidez) com recursos adicionais (empréstimos ou redesconto de títulos) junto à autoridade monetária, os bancos passam a assumir uma postura mais agressiva no que concerne a concessão de crédito.

As reformas praticadas a partir de 1930 não incidiram somente sobre a parte credora. Do ponto de vista dos tomadores de crédito, a eclosão da crise tornou grande parte das obrigações assumidas impagáveis, sobretudo em virtude da prática comum e legalmente prevista pelo Código Civil de 1916 de se firmar contratos indexados ao ouro ou ao câmbio, sem olvidar daqueles sobre os quais incidiam juros pré-fixados. As dificuldades de pagamento não decorreram somente da queda de receitas das unidades produtoras, mas também as alterações radicais que a crise gerou sobre os preços relativos da economia. Quando, por exemplo, o câmbio iniciou sua trajetória de desvalorização, os contratos em cujo valor das obrigações estava previsto em ouro ou em moeda estrangeira passaram a justificar um esforço muito maior em termos de moeda doméstica. O mesmo se deu com contratos com juros pré-fixados, dada queda na taxa de juros a partir da eclosão da crise. (MARCONDES, 2014).

Em vista das dificuldades econômico-financeiras enfrentadas pela agricultura e demais setores, ademais das fortes transferências de renda em razão da mudança nos preços relativos, o governo federal determinou, em 1933, um teto de 12% ao ano para os

²² De 1931 em diante, dada a enorme desproporção entre oferta e demanda no mercado cafeeiro herdada dos anos anteriores, parte do excedente de café era queimado, contrastando com o que ocorria antes da eclosão da crise, em que todo o excedente era apenas estocado.

juros cobrados nos contratos²³, além de proibir o expediente conhecido como cláusula ouro²⁴, que previa indexação dos contratos ao ouro ou em moeda estrangeira. Outrossim, a abolição dos contratos com pagamentos previstos em ouro ou em moeda estrangeira atendia diretamente a necessidade de se reduzir a pressão da demanda por esses ativos, então bastante escassos no país.

Complementarmente a estas duas medidas, o governo federal promulgou, também em 1933, a Lei do Reajustamento Econômico, responsável por encampar metade das dívidas contraídas por agricultores e pecuaristas antes de 30 de junho de 1933, desde que com garantias de penhor ou hipoteca. Também tiveram seus débitos reduzidos à metade os agricultores e pecuaristas em comprovada situação de insolvência, mesmo no caso em que os contratos de empréstimos não previssem garantias reais ou pignoratícias. Mais além, as dívidas contraídas após a data limite também foram subtraídas na mesma proporção, contanto que o motivo para a sua contratação remetesse a necessidade de rolagem de débitos antigos.

Sem prejuízo dos credores, as dívidas perdoadas foram intercambiadas por apólices do Governo Federal a taxa de juros de 6% ao ano. Assim sendo, no lugar dos empréstimos de pagamento duvidoso, os ativos dos bancos passaram a contar com as apólices do reajustamento. A partir desse momento, a ação da Caixa de Mobilização Bancária se tornou ainda mais central para a recuperação econômica, tal qual relata Neuhaus (1975):

Já que os credores mais prováveis dos agricultores seriam os bancos comerciais, permitiu-se à CAMOB incluir as apólices do Reajustamento Econômico entre as suas operações, tomando-as como garantia, ao valor par, de empréstimos a longo prazo dos bancos. O efeito líquido, portanto, foi o de nacionalizar as dívidas agrícolas via emissão de moeda... (Ibid., p.124)

Em um sentido mais amplo, o reajustamento econômico retirava dos bancos o ônus da insolvência do setor agropecuário. Embora pareça bastante auspicioso à primeira vista, o peso do Reajustamento sobre a recuperação da economia brasileira é controverso. Villela & Suzigan (1975), ao compararem o total das indenizações (cerca

²³ Decreto nº 22.626 de 7 de abril de 1933, também conhecido como Lei da Usura.

²⁴ Decreto nº 23.501 de 27 de novembro de 1933. Por meio desse expediente torna-se nulo o pagamento em ouro, ou em qualquer outra moeda que, por efeito, possa vir a recusar ou restringir o curso forçado do mil réis papel.

de 920 mil contos de réis) com o produto líquido da agricultura de 1939 (aproximadamente 10,2 milhões de contos), concluíram a insignificância (nas palavras dos autores) dessa medida como instrumento anticíclico. Já Fishlow (1972) argumentou que os 920 mil contos de réis de indenizações faziam referência às dívidas contraídas até 1933, o que representaria em valor aproximadamente 3,6% do PIB para aquele ano. Mais adiante, o autor afirma que o programa de reajustamento econômico teria elevado a renda dos produtores de café em não menos do que 20%.

Ainda que controverso, o peso do reajustamento econômico parece em algum grau subestimado por ambos os autores. É preciso ter ciência que a encampação de metade da dívida do setor agropecuário, tal qual a lei da usura, o fim da cláusula ouro e a reestruturação do Banco do Brasil fazem parte de um amplo conjunto de medidas por meio das quais a mensagem que se transmitia era de que o governo não deixaria o sistema bancário ruir. A rigor, esta mensagem era passada através de dois grandes canais. De um lado, garantia-se o auxílio de liquidez aos bancos por meio de empréstimos e redescontos então atribuíveis à condição de prestador de última instância do Banco do Brasil. De outro, se aliviava o fardo das dívidas contraídas pelo setor produtivo, especialmente o agropecuário. É evidente, embora não se saiba o montante exato, que essas medidas tiveram implicações positivas sobre o crédito concedido por essas instituições e, logo, sobre o crescimento da renda e do emprego na época.

III.1 Breves notas sobre o comportamento do crédito bancário e dos agregados monetários

A utilização de uma política monetária e creditícia anticíclica só se tornou possível em virtude da série de reformas legais feitas pelo Governo Provisório no sistema financeiro, em parte tratadas no tópico anterior.

No que tange à criação de moeda manual, as possibilidades de condução anticíclica da política monetária foram enormemente alargadas pelo abandono do país ao padrão ouro e a desistência – por escolha ou imposição das condições externas – por parte dos executores de política econômica em se manter o câmbio fixo. A partir desse momento, rompeu-se a ligação quase que umbilical que a base monetária guardava com as variações das reservas internacionais. Um indício dessa quebra de passividade está

expresso na queda progressiva do coeficiente de correlação de Pearson entre essas duas variáveis, tal qual expresso na tabela 7, abaixo. Enquanto a correlação entre base e reservas foi de 0,84 na década de 1920 e de impressionante 0,99 entre 1927 e 1929, o grau de associação entre essas variáveis caiu para aproximadamente 0,28 entre 1931 e 1939.

Tabela 7: Coeficiente de Correlação de Pearson entre base monetária e reservas internacionais por períodos

Período	1921-1930	1921-1926	1927-1929	1927-1930	1931-1933	1931-1939
PEARSON (RI;BM)	0,841137511	0,712482485	0,999553217	0,899849654	0,40642957	0,277039005

Fonte: elaboração própria.

Mais do que notar a diferença no grau de associação, convém relacionar as alterações nos valores às reformas no sistema financeiro. Na década de 1920, o quadro sugere três períodos de análise: 1921-1926; 1927-1929; 1927-1930. No primeiro deles, nota-se uma correlação menor (0,712) do que aquela prevaleceu para a década inteira. Este intervalo de tempo perfaz exatamente o período em que atuaram, embora em momentos disjuntos, a carteira de redesconto e a carteira de emissões do Banco do Brasil, que conferiam maior elasticidade ao crédito bancário²⁵. O segundo intervalo marca o período sob a tutela do padrão-ouro, todavia antes do aprofundamento da crise e da consequente emissão emergencial²⁶ de papel-moeda levada a cabo por Washington Luís. Chama a atenção, nesse caso, a relação direta e quase perfeita entre as duas variáveis. Por fim, o último corte acima mencionado (1927-1930) percorre todo intervalo de tempo referente ao funcionamento da Caixa de Estabilização, capturando, inclusive, os efeitos da emissão de 170 mil contos de réis em caráter de emergência, ocorrida em outubro de 1930.

Na década de 1930, a temporada que se estende de 1931 a 1933, a despeito da proximidade com o período de operação do padrão ouro-libra, apresenta uma correlação relativamente fraca (0,406) entre base e reservas. Não pesam dúvidas que o fechamento da Caixa de Estabilização, assim como a desvalorização do câmbio, e a reabertura da Carteira de Redesconto e a criação da CAMOB tiveram influência decisiva na queda acentuada do índice de Pearson. Em relação ao processo de reestruturação do Banco do

²⁵Para mais detalhes, ver Banco do Brasil, 2010; Neuhaus, 1975; Peláez&Suzigan, 1976.

²⁶Decidida apenas em outubro de 1930, conforme mencionamos acima.

Brasil, destaca-se o fato de que tanto a Carteira quanto a CAMOB desempenharam um papel fundamental ao auxiliar o processo de contínua expansão monetária verificada na década de 1930, responsável, dentre outras coisas, por financiar a retenção e queima dos estoques de café²⁷. A exemplo, em 1932 a Carteira de Redesconto já havia emitido mais de 400 mil contos de réis, em 1935 foram 700 contos emitidos (aproximadamente 20% do valor da base para aquele ano). Ademais, para a década como um todo, nota-se um coeficiente de correlação ainda mais baixo (0,277), o que certamente responde pela determinação do curso forçado do papel moeda (Decreto nº 23.501 de 27 de novembro de 1933).

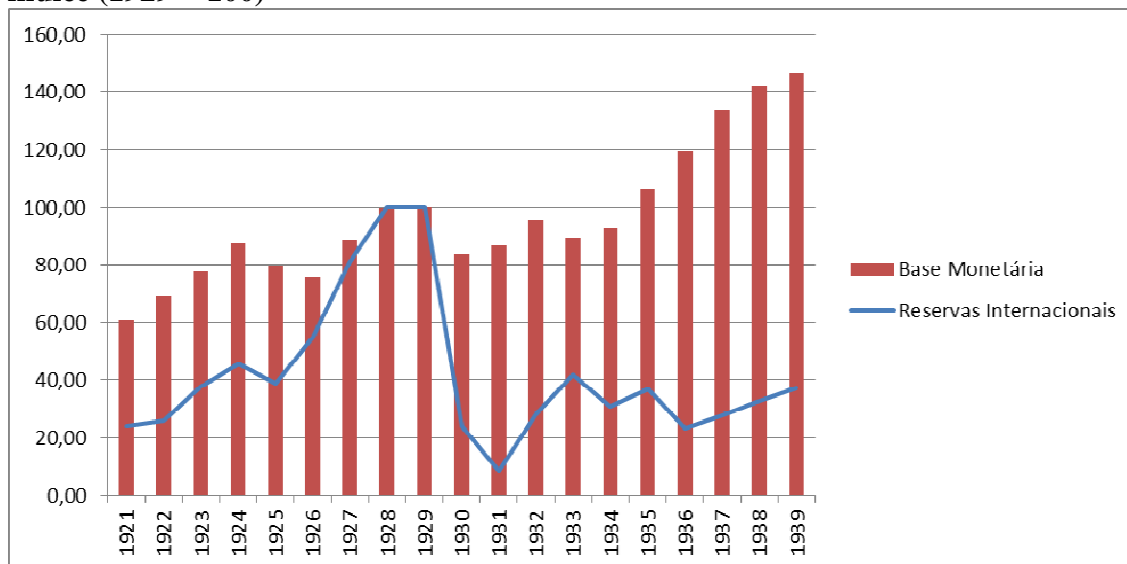
Embora o Brasil já trilhasse os rumos de um “nacionalismo monetário” desde o fechamento da Caixa de Estabilização, o decreto em questão assegurou o rompimento *de jure* entre as duas variáveis, na medida em que vedava a possibilidade do estabelecimento de contratos prevendo pagamentos em ouro ou moeda estrangeira entre residentes.

Como resultado deste conjunto de medidas, a base monetária inicia sua trajetória de crescimento em 1931, a despeito da situação de profunda penúria que pairava sobre o estoque de reservas internacionais²⁸, aprofundando ainda mais o descasamento em relação às reservas internacionais no final de 1933.

²⁷Estas medidas, segundo Furtado (1959), constituíram o pilar da recuperação prematura da economia brasileira.

²⁸Em 1931 o estoque de reservas internacionais atinge o seu nível mais crítico, o país então dispunha de apenas US\$ 0,3 milhões em ouro e outros US\$ 14,4 milhões em outros ativos estrangeiros. Não por acaso nesse ano o país, após sucessivos atrasos nos pagamentos externos, suspende unilateralmente o pagamento dos serviços da dívida externa.

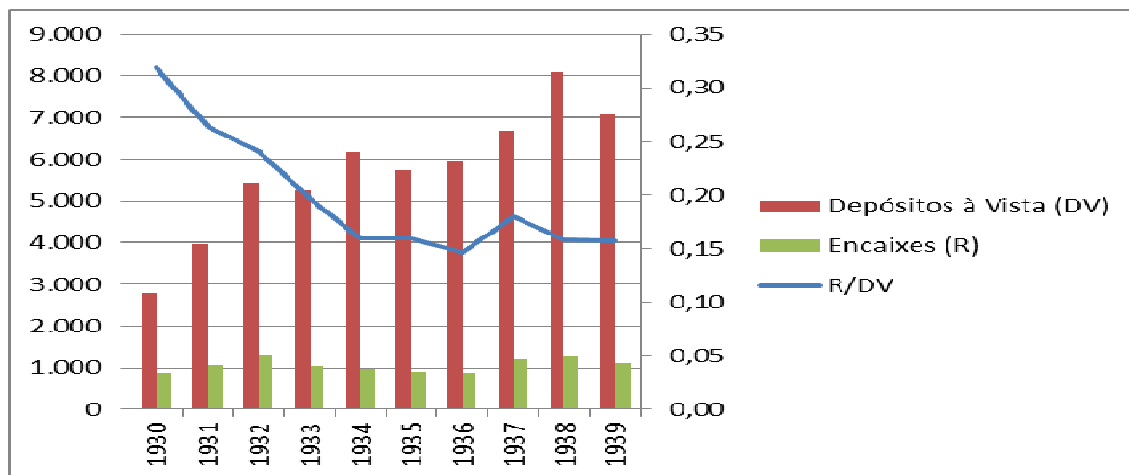
Gráfico 4: Variação nominal da base monetária e das reservas internacionais – índice (1929 = 100)



Fonte: elaboração própria segundo os dados do IPEADATA e NEUHAUS (1975).

De forma não menos fundamental, a Carteira de Redescontos e a CAMOB também auxiliaram (ainda que indiretamente) no processo de multiplicação da base monetária em meios de pagamento, na medida em que conferiam maior segurança ao sistema bancário, permitindo uma postura mais agressiva dos bancos comerciais na criação de crédito. O aumento do dinamismo através do qual os bancos passaram a responder às demandas por crédito está amplamente expresso no aumento substancial dos depósitos à vista, vide Gráfico 5.

Gráfico 5: encaixes (R), depósitos à vista (DV) e razão R/DV – em mil contos de réis de 1939



Fonte: elaboração própria segundo os dados fornecidos pelo IPEADATA

Mais além, a imposição *de jure* de margem de segurança mínima (depósitos compulsórios) para os bancos comerciais serviu para coibir condutas que pudessem comprometer o bom funcionamento do setor bancário. Os efeitos sistêmicos desses elementos foram consideráveis e operaram no sentido claro da redução da incerteza que se abateu sobre o sistema bancário após a crise, favorecendo a pronta ampliação dos empréstimos dos bancos comerciais (tabela 8).

Tabela 8: empréstimos dos Bancos Comerciais no período 1921-1939 – em mil contos de réis de 1939

Ano	Empréstimos dos Bancos Comerciais
1921	3920,00
1922	4936,71
1923	5664,99
1924	4537,00
1925	3912,91
1926	3219,63
1927	5171,35
1928	6414,84
1929	5814,92
1930	5918,72
1931	6676,46
1932	8512,40
1933	8610,98
1934	9462,69
1935	9322,63
1936	8856,72
1937	9708,55
1938	10255,96
1939	11282,00

Fonte: Brasil, 1957 *apud* Neuhaus 1975.

*Inclui empréstimos comuns do Banco do Brasil, excetuando (aparentemente) os empréstimos concedidos por esse banco ao Departamento Nacional do Café e ao Governo em suas três esferas.

A cifra acima perfaz o somatório aproximado dos depósitos à vista e a prazo dos Bancos Comerciais. Curiosamente, a crise se abateu sobre os depósitos a prazo somente em 1931, tendo como vale o ano de 1933. A partir do terceiro trimestre de 1933, os depósitos a prazo começaram sua trajetória de recuperação, entretanto, o seu valor só foi integralmente restituído aos níveis anteriores à crise no ano de 1935. Até lá, o grosso da recuperação dos empréstimos foi puxado pela expansão vertiginosa dos depósitos à vista. Em todo o caso, a recuperação dos depósitos (sobretudo à vista) logo após a eclosão da crise aponta para o fato de que a confiança nas instituições bancárias não foi significativamente abalada pelo cataclismo econômico, certamente graças às decisões rápidas de política econômica tomadas pelo Governo Provisório, bem como à reforma no sistema bancário, inaugurada já no ano de 1930. (MARCONDES, 2014).

O sucesso das reformas reestruturantes sobre o crédito bancário está expresso no sensível aumento do multiplicador monetário (ver tabela 9) já a partir de 1930 e seus

resultados contrastam com o que ocorrera antes da eclosão da crise. Em 1929, os dados trabalhados na tabela 9 mostram que cada unidade expandida na base monetária gerava uma variação positiva de 1,64 unidade nos meios de pagamento. Em 1934, esse valor foi aumentado para 2,11. Em 1938 foi o ano em que o valor do multiplicador atingiu o seu ponto máximo, quando alterações unitárias na base passaram a ordenar variações na ordem de 2,36 unidades em M1.

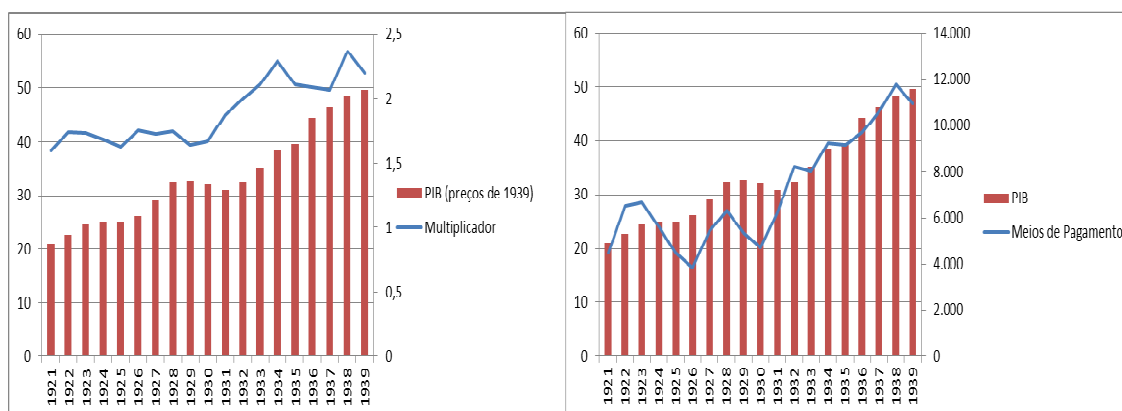
Tabela 9: Comportamento dos agregados monetários no período 1921-1939 – em mil contos de réis de 1939.

Agregados Monetários - em mil contos de réis de 1939										
Ano	Base Monetária	Encaixe das Autoridades Monetárias	Encaixe dos Bancos Comerciais	Encaixes Totais (R)	Meios de Pagamento (M1)	Papel-Moeda em Poder do Público	Depósitos à Vista (DV)	d=DV/M1	r=R/DV	Multiplicador Monetário
1921	2.799,4	178,4	982,7	1.161,1	4.476,9	1.638,3	2.838,6	0,6341	0,4090	1,599227426
1922	3.746,0	226,6	898,6	1.125,2	6.504,1	2.620,8	3.883,3	0,5971	0,2898	1,736259054
1923	3.860,0	216,5	820,6	1.037,0	6.674,2	2.823,0	3.851,3	0,5770	0,2693	1,729064039
1924	3.339,0	128,1	645,1	773,2	5.624,9	2.565,8	3.059,1	0,5439	0,2528	1,684617974
1925	2.740,6	167,0	523,4	690,5	4.469,7	2.050,1	2.419,6	0,5413	0,2854	1,630956779
1926	2.196,9	150,5	384,8	535,3	3.857,6	1.661,6	2.196,0	0,5693	0,2438	1,755936162
1927	3.143,5	281,8	573,0	854,8	5.415,6	2.288,8	3.126,8	0,5774	0,2734	1,722775564
1928	3.610,4	539,1	576,5	1.115,6	6.311,3	2.494,8	3.816,4	0,6047	0,2923	1,74807806
1929	3.249,1	660,4	554,1	1.214,5	5.336,4	2.034,6	3.301,8	0,6187	0,3678	1,642415317
1930	2.824,8	320,7	568,9	889,6	4.723,3	1.935,2	2.788,1	0,5903	0,3191	1,672056239
1931	3.336,5	316,1	731,9	1.048,0	6.255,0	2.288,6	3.966,5	0,6341	0,2642	1,874702886
1932	4.115,7	582,2	725,8	1.307,9	8.235,3	2.807,8	5.427,5	0,6591	0,2410	2,000926498
1933	3.801,1	474,4	554,5	1.028,8	8.017,7	2.772,3	5.245,4	0,6542	0,1961	2,109318406
1934	4.033,7	398,6	591,6	990,2	9.239,1	3.043,5	6.195,6	0,6706	0,1598	2,290465632
1935	4.343,3	333,1	580,8	913,9	9.150,7	3.429,4	5.721,3	0,6252	0,1597	2,106866002
1936	4.647,5	242,1	631,1	873,3	9.722,0	3.774,3	5.947,7	0,6118	0,1468	2,091851852
1937	5.137,1	450,5	750,8	1.201,3	10.624,2	3.935,8	6.688,4	0,6295	0,1796	2,068131868
1938	4.977,4	571,5	713,9	1.285,3	11.792,0	3.692,0	8.100,0	0,6869	0,1587	2,369119171
1939	4.971,0	362,0	755,0	1.117,0	10.949,0	3.854,0	7.095,0	0,6480	0,1574	2,202574935

Fonte: elaboração própria segundo os dados do IPEADATA.

O crescimento do multiplicador é a expressão contundente da expansão do crédito bancário na década de 1930, cujos efeitos sobre a recuperação econômica e o crescimento sustentado se revelam não desprezíveis, vide gráfico 6. Há, ao longo dessas duas décadas, um inegável comportamento solidário entre crescimento econômico e crescimento da oferta de moeda (ou em um estágio anterior, entre essa primeira variável e o multiplicador monetário). É justamente da sensibilidade com a qual o PIB reage às alterações nessas duas variáveis que faz da inflexão do crédito bancário um elemento tão importante à recuperação econômica.

Gráfico 6: Expansão do crédito x PIB – em mil contos de réis de 1939



Fonte: elaboração própria segundo os dados do IPEADATA

Por fim, a já evidente centralidade do Banco do Brasil na recuperação econômica da década de 1930 pode ser reforçada ao se atentar para a sua natureza dupla. Na década de 1930 o Banco passou a emular a estrutura e o comportamento de um banco central, expandindo a base monetária e conduzindo o sistema bancário à expansão do crédito doméstico, tal qual visto acima. Entretanto, quando em sua acepção de banco comercial, a instituição também desempenhou um importante papel na recuperação do crédito pela expansão dos empréstimos concedidos ao setor público, bancário e privado, evidenciados na tabela 10, a seguir.

Tabela 10: empréstimos do Banco do Brasil por destinatário no período 1932-1939 – em mil contos de réis de 1939.

Ano	Governo e Autarquias **	Outros Bancos	Setor Privado não Bancário	Total
1932	1689,26	-	-	-
1933	2942,50	-	-	-
1934	2856,95	-	-	-
1935	2502,31	-	-	-
1936	2142,46	310	781	3233,46
1937	1841,45	229	712	2782,45
1938	2951,35	169	895	4015,35
1939	2731,00	166	1232	4129,00

Fonte: Banco do Brasil, s/d *apud* Neuhaus (1975).

CONCLUSÃO

Este artigo procurou evidenciar fatores institucionais que conduziram a uma mudança importante na política monetária e creditícia após a eclosão da crise de 1929. Desta forma, foi possível ilustrar parte importante dos elementos explicativos para a recuperação econômica pós-1929 que foram magistralmente colocadas em debate pela contribuição seminal de Furtado em Formação Econômica do Brasil e pelos inúmeros

estudos que esta obra inspirou. Neste artigo, fatores relacionados à política fiscal foram deixados em segundo plano, mas também são muito importantes para a retomada do nível de renda verificada no Brasil dos anos 1930. Em outro estudo, Alvarenga Jr. e Mattos (2015) mostraram que este conjunto de medidas relacionados às políticas anti-cíclicas, quando interpretados ao lado das mudanças políticas que deram sustentação ao movimento que levou Vargas ao poder no final de 1930, revelaram uma clara intenção industrializante do governo Vargas.

O atual artigo, porém, deteve-se nos aspectos relacionados às políticas monetária e creditícia postas em ação após a deposição de Washington Luís. Neste contexto, a desvalorização cambial, mas, mais especificamente, a desvinculação do ritmo de emissão monetária do ritmo de expansão do estoque de reservas internacionais, tiveram papel fundamental para promover o que Furtado denominou, em sua feliz e complexa expressão “deslocamento do centro dinâmico”.

Neste artigo, pudemos constatar que a reestruturação do sistema financeiro (especificamente do monetário e do bancário) permitiu o crescimento autônomo da oferta de moeda e do crédito bancário. A descrição das reformas institucionais ocorridas a partir de 1930 revelam as novas intenções do governo que se instalara em outubro de 1930, diante de um cenário externo e interno totalmente diversos daquele que vigiam até então. A expansão do crédito doméstico revelou-se funcional para socorrer a economia em um contexto em que as fontes de financiamento externo se evaporaram aceleradamente. Nesse contexto, o próprio setor cafeeiro se beneficiou com essas medidas, direta ou indiretamente. As várias instituições criadas serviram para aumentar a base monetária e financiar a retenção e queima de estoques de café – elemento fundamental do esforço (bem sucedido) do governo em sustentar a demanda interna e enfrentar os problemas de balanço de pagamentos, os quais, independentemente da crise que se abateu na economia brasileira, vinda do exterior, já se materializariam diante da sucessão de grandes safras de café, conforme Furtado também apontou em Formação Econômica do Brasil. Ademais, deve-se lembrar que o próprio o crescimento do crédito bancário expande as possibilidades de captação de recursos por parte dos cafeicultores,

aspecto que não foi bem desenvolvido no texto, mas que está posto por diversos estudiosos do período.

O cálculo de alguns indicadores elaborados para este artigo, como, por exemplo, aquele que expressa o crescimento do multiplicador monetário, sintetiza e ilustra o caráter anti-cíclico da política econômica adotada pós-1930, e ajuda a compreender o êxito destacado do Brasil em enfrentar a crise internacional deflagrada em outubro de 1929 nos EUA e que abalou a ordem econômica internacional a partir daquele momento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVARENGA Jr., M. & MATTOS, F. A. M. A política econômica nos anos 1930: evidências de uma heterodoxia consciente. *Revista Análise Econômica* (UFRGS), vol. 34, n. 64, setembro de 2015.
- BANCO DO BRASIL. *A História do Banco do Brasil*. Rio de Janeiro: Ed. Fazenda, Comunicação & Marketing, 2010.
- BASTOS, P.P.Z. *Gestão macroeconômica, mudança institucional e revolução burguesa na era Vargas: quando a ortodoxia foi superada?* Texto para Discussão 146. IE/ UNICAMP, ago. 2008a.
- BASTOS, P.P.Z. Centro e periferia no padrão ouro-libra: Celso Furtado subestimou a dinâmica da dependência financeira? *Texto para Discussão 138*. Instituto de Economia da UNICAMP, janeiro de 2008b.
- BASTOS, P.P.Z. *Ortodoxia e heterodoxia antes e durante a era Vargas: contribuições para uma economia política da gestão macroeconômica nos anos 1930*. Texto para Discussão 179. IE/ UNICAMP, junho de 2010a.
- CANO, W. *Desequilíbrios regionais e concentração industrial no Brasil, 1930-70*. São Paulo: Ed. Unesp, 2007.
- CARVALHO, F. J. C. As ciências sociais e a crise. *Folha do Gragoatá*. Niterói, 16 de Novembro de 2013. Disponível em: <<http://afolhadogragoata.blogspot.com.br/2013/11/fernando-cardim-de-carvalho-as-ciencias.html>>. Acesso em: 10 de abril de 2015.
- CHICK, V. The Evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. In CHICK, V. *On money, method and Keynes: selected essays*. London: Ed. Macmillan, 1992.
- DELFIN NETTO, A. *O Problema do Café no Brasil*. SP: Editora da UNESP, 2009.
- DRAIBE, S. *Rumos e Metamorfoses – Estado e Industrialização no Brasil 1930-1960*. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra, 2004.
- FAUSTO, B. *História Concisa do Brasil*. SP: Ed. USP (2ª edição; 4ª reimpressão), 2010.

- FISHLOW, A. Origens e consequências da substituição de importações no Brasil. In Versiani, F. & Barros, J. R., (org.), *Formação Econômica do Brasil: A Experiência da Industrialização*. São Paulo: Saraiva, 1972.
- FRITSCH, W. Apogeu e crise na Primeira República: 1900-1930. In: Abreu, M.P. (org.). ABREU, M. P. (org.), *A Ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana (1889-1989)*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1990.
- FURTADO, C. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1959.
- KINDLEBERGER, C. P. *The world in depression, 1929-1939*. Londres: Allen Lane and the Penguin Press, 1973.
- MARCONDES, R. L. Malogro da fortuna: mercado financeiro durante a Grande Depressão do século XX. *42º Encontro Nacional de Economia – ANPEC*. Natal, 2014.
- MARQUES, T. C. N. & MELO, H. P. Negócios portugueses no Rio de Janeiro: um estudo sobre o Banco Português do Brasil (1918 a 1938). *Revista Economia Contemporânea*, v.15, p. 461-482, 2012.
- MATTOS, H. A vida política. In: SCHWARCZ, L. M. (coordenação) (2012). *História do Brasil Nação: 1808-2010. A abertura para o mundo, 1889-1930 (Volume 3)*; RJ: Ed. Objetiva; Madrid: Fundação MAPFRE, 2012.
- NEUHAUS, P. *História monetária do Brasil, 1900-45*. Rio de Janeiro: Ed. IBMEC, 1975.
- PELÁEZ, C. As consequências econômicas da ortodoxia monetária, cambial e fiscal no Brasil entre 1889-1945. *Revista Brasileira de Economia*, 25(3):5-82; 1971.
- PELÁEZ, C. M. & SUZIGAN, W. *História monetária do Brasil*. Brasília: Ed. UnB, 1976
- SAYERS, R. S. *The Bank of England, 1891-1944*. Cambridge: Cambridge University Press, 1976.
- VAN DER LAAN, C. R; CUNHA, A.M.; FONSECA, P.C.D. Os pilares institucionais da política cambial e a industrialização nos anos 1930. *Revista de Economia Política*, vol. 32, n. 4 (129), outubro-dezembro/2012.
- VILLELA, A. & SUZIGAN, W. *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira, 1889-1945*. IPEA/INPES, 1975.