

# A REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA CREDITÍCIO DOMÉSTICO E A RECUPERAÇÃO PRECOCE DA ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE 1930

Marcio Alvarenga Junior<sup>1</sup>

Fernando Augusto Mansor de Mattos<sup>2</sup>

## RESUMO

Ao final de 1928, a economia brasileira começou a experimentar um processo de desaceleração econômica, puxada pela retração do crédito doméstico que emergiu da política de entesouramento das instituições bancárias e do arrefecimento da entrada líquida de divisas no país. Esse quadro foi significativamente agravado, quando a crise de 1929 se abateu sobre a economia brasileira, trazendo a piora dos termos de troca e o estancamento do influxo de capitais internacionais. Dada a operacionalidade do Padrão Ouro-Libra, a crise externa logo se manifestou sobre o sistema creditício doméstico, provocando uma profunda retração da base monetária, dos meios de pagamento e dos empréstimos das instituições bancárias. O presente trabalho tem por finalidade analisar o como o processo de reestruturação do sistema financeiro, com ênfase nas modificações na estrutura monetária e bancária da época, auxiliou na recuperação do crédito e do nível de atividade. 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

## ABSTRACT

At the end of 1928, the Brazilian economy began to experience a process of economic slowdown, driven by the retraction of domestic credit that emerged from the policy of hoarding banking institutions and the cooling of the net inflow of foreign exchange into the country. This situation was significantly aggravated when the 1929 crisis hit the Brazilian economy, worsening the terms of trade and stagnating the influx of international capital. Given the operationality of the Gold-Standard, the external crisis soon manifested itself in the domestic credit system, causing a deep retraction in the monetary base, means of payment and loans of banking institutions. This paper aims to analyze how the process of restructuring the financial system, with an emphasis on changes in the monetary and banking structure of the time, helped in the recovery of credit and the level of activity. The hypothesis that is sustained here is that this restructuring process represented a fundamental part of the economic recovery, firstly by decoupling the monetary base from the net flow of international reserves, allowing government officials to use monetary policy in a

---

<sup>1</sup> Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro e pesquisador do Grupo de Economia do Meio Ambiente e Desenvolvimento Sustentável (GEMA-UFRJ).

<sup>2</sup> Professor-pesquisador no Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF); professor-pesquisador visitante no Programa de Pós-Graduação em Ciência Política da UFF; Doutor em Economia pelo IE/UNICAMP e pós-doutoramento pela Universidade de Columbia (Nova Iorque – EUA), referente a um período de um ano como Visiting-Scholar no ILAS (Institute of Latin American Studies), entre julho de 2017 e junho de 2018.

discretionary and countercyclical manner and, later, by contributing to the solidification of the banking system, allowing the extension of loans granted by commercial banks.

**KEY-WORDS:** monetary policy after 1930; credit; economic recovery in Brazil post-1930; Great Depression; Monetary multiplier after 1930

## **I. INTRODUÇÃO**

A crise de 1929 inaugurou um período de retração persistente do nível de atividade econômica em um extenso conjunto de países, com profundos impactos sobre seus níveis de produto, emprego e renda dessas economias. Anos mais tarde, o evento passou a ser referenciado como “a grande depressão” do capitalismo global. Na literatura econômica, o termo depressão remete a uma situação em que os efeitos da crise são tão extensos, que os mecanismos de geração de ciclos simplesmente deixam de operar. Em situação como estas, a recuperação da atividade econômica tende a ser inquestionavelmente lenta, ou mesmo impraticável na ausência de fatores exógenos, como a adoção de uma política fiscal ativa (CARVALHO, 2013).

É difícil determinar até que ponto a depressão econômica é inerente a crises com características específicas no tocante ao seu grau de horizontalidade e profundidade, ou se refletem em alguma medida o uso tardio ou insuficiente de políticas anticíclicas. Fato é que as principais economias centrais experimentaram, em alguns casos, quase uma década de alternância entre contração e baixo crescimento do PIB.

O fraco desempenho das economias industrializadas e a retração do comércio e das finanças globais se asseveraram como grandes desafios à recuperação das economias periféricas, em virtude de sua estrutura primário-exportadora.

Ao contrário do que se esperava, a economia brasileira começou a dar sinais claros de recuperação antecipadamente as principais economias industrializadas. O PIB industrial voltou a crescer já no ano de 1931, ao passo que a atividade econômica como um todo se recuperou no ano seguinte. Furtado (1959) foi o primeiro a levantar os motivos dessa recuperação precoce em uma obra genuinamente acadêmica. Sua tese ganhou enorme notoriedade, sobretudo por se propor a explicar como uma economia primário-exportadora, marcada por uma forte dependência estrutural externa, conseguiu retomar rapidamente o crescimento, a despeito da permanência da crise econômica global e do quadro externo desolador em que se encontrava.

A explicação furtadiana atribui a recuperação precoce da economia brasileira aos efeitos (não intencionados) da política de gastos públicos para a defesa da renda do setor cafeeiro. De acordo com o autor, os gestores de política econômica visavam a primeiro instante apenas ir ao

socorro do setor produtivo mais proeminente da economia nacional, mas acabaram colocando em prática uma agressiva política de gastos públicos para a retenção e queima dos estoques de café. Ao fim e a cabo, esta política estimulou a demanda agregada em um momento de crise. Cabe destacar, ainda, que a desvalorização cambial teve um impacto auxiliar na recuperação econômica e fundamental na reestruturação produtiva do país 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 dentro dos limites do mercado doméstico, inclusive aquela criada em razão da compra de estoques invendáveis de café. A indústria nacional viveu nesse período um importante surto substitutivo de importações, passando a crescer mais aceleradamente que o setor agropecuário, em um processo ao qual Furtado (1959) chamou de deslocamento do centro-dinâmico da economia brasileira. 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.

Para a economia brasileira, um dos aspectos mais marcantes desta crise foi o profundo choque contracionista do crédito doméstico que resultou do choque externo. Esta retração foi em grande medida provocada pela passividade monetária no Padrão ouro-libra, em que o lastro e a taxa de câmbio fixa minguavam a autonomia da política monetária e deixava a oferta de moeda profundamente exposta às reversões do quadro externo. Nesse sentido, a deterioração do saldo comercial (em um primeiro momento) e o estancamento progressivo dos recursos financeiros que entravam via conta capital no Brasil constituíram os principais mecanismos de contágio de fora para dentro da crise internacional.

Esta retração contínua e acelerada do fluxo internacional de capitais teve por desfecho o próprio abandono da Inglaterra ao padrão ouro-libra, em setembro de 1931. Tornava-se claro que este padrão não mais reunia a capacidade de organizar e reger as transações comerciais e financeiras internacionais. A conversibilidade e do lastro perdiam gradualmente aplicabilidade no naquele contexto, 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 sistemas fundados na inconvertibilidade na 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, que agravavam a queda da atividade econômica nos momentos de crise.

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.

## **II. O BOOM E O COLAPSO DA ECONOMIA BRASILEIRA SOB O PADRÃO OURO-LIBRA NA DÉCADA DE 1920**

O biênio que antecedeu o primeiro colapso do capitalismo global foi marcado pelo alto dinamismo da economia brasileira (tabela 1). 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, e sobre a qual avolumavam-se queixas acerca da escassez de recursos ao financiamento da atividade produtiva e a falta de suporte à setores agrícolas e industrial voltados ao mercado doméstico (ALVARENGA JR e MATTOS, 2015).

**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, com participação decisiva do Banco do Brasil, que 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. Ademais, o redirecionamento da trajetória da base monetária implicou em uma expansão real de 63% da oferta de moeda (M1) da economia no período 1926-1928.

Esta retomada do crédito à economia Brasileira decorre do retorno do país ao Padrão-Ouro Libra, em um contexto de ascensão dos preços do café e de expansão da liquidez internacional. O

retorno ao Padrão Ouro-Libra já estava em pauta desde o governo anterior, e as medidas orientadas à valorização cambial e ao controle inflacionário dialogavam com a intenção do país em regressar ao bloco. Esta intenção foi ratificada por meio da reforma monetária proposta pela equipe econômica do governo Washington Luís e aprovada pelo Congresso, no final do ano de 1926. A reforma monetária tinha por meta a criação de uma moeda (o Cruzeiro) plenamente conversível em ouro. A rigor, a instauração da conversibilidade seria feita de forma progressiva, por intermédio da Caixa de Estabilização, que emitiria notas conversíveis 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.

Frieden (2008) aponta que o ingresso dos países ao padrão monetário internacional favoreceu um processo de expansão do comércio e as finanças globais sem precedentes. De um lado, o padrão ouro-libra permitia a denominação de ativos e passivos internacionais em uma unidade de conta comum. De outro, o compromisso com taxas de câmbio fixas reduzia sensivelmente a incerteza dos investidores em relação à estabilidade do valor, em moeda doméstica, 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 do ciclo das finanças global, em curso na segunda metade da década de 1920. Já em 1927, a Caixa de Estabilização, então em seu primeiro ano de funcionamento, começou a receber uma entrada maciça de reservas internacionais. Como contrapartida da conversibilidade e do câmbio fixo, a base monetária passou a se expandir rapidamente (Tabela 2)<sup>3</sup>.

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

Ano	Tesouro	Banco do Brasil	Caixa de Conversão	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

<sup>3</sup> Tal qual aponta Neuhaus (1975), a própria adoção de uma paridade cambial desvalorizada entre o mil-réis e a libra foi funcional para atrair capitais externos, ao baratear o custo de aquisição de ativos domésticos.

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 a entrada líquida de reservas sob a égide do Padrão Ouro-Libra constituiria o verdadeiro regente do sistema creditício doméstico. A principal evidência deste fato consiste na contração do estoque de papel moeda emitido pelo Tesouro Nacional. Entre 1926 e 1929, a retração deste estoque atingiu o montante de 43 mil contos de réis (o equivalente a cerca de 1,3% do valor da base monetária em 1929), e só não só não rebateu na queda da base monetária, porque o volume de reservas entrantes no país promoveu uma significativa emissão via Caixa de Estabilização.

Não pesam dúvidas que esta expansão da liquidez internacional e do crédito doméstico foram fundamentais ao desempenho do setor cafeeiro, na medida em que estes elementos auxiliaram no financiamento dos programas de defesas dos preços do café<sup>4</sup>. Tal qual aponta Fritsch (1990), ao longo da década de 1920, foram consolidadas as:

*[...]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).*

A despeito da manutenção das condições de liquidez externa até meados de 1929, a economia brasileira começou a experimentar um processo de desaceleração a partir do último trimestre do ano anterior, quando tomou corpo um processo de entesouramento das instituições bancárias. Em parte, este processo respondeu à intenção do governo federal em reestruturar o Banco do Brasil para que este assumisse as funções de um Banco Central, apoiado na conversibilidade do meio circulante em ouro. Para tal, julgou-se necessário o 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 entesouramento das notas da Caixa de Estabilização, visando salvaguardar

---

<sup>4</sup> Desde 1922, o programa de defesa dos preços do café renunciou seu caráter contingente e passou a ser implementado permanentemente. Dois anos mais tarde, a responsabilidade por sua execução foi transferida ao estado de São Paulo, sob a coordenação do Instituto de Defesa do Café daquele estado.

os créditos externos que garantiam a taxa de intercâmbio entre a libra e o mil-réis. Por fim, uma onda de falências que se abateu sobre o ativo do BB, ao final de 1928, aumentou a cautela e as exigências do Banco para a concessão de novos empréstimos, o que dada a sua importância no segmento bancário à época, foi seguido de perto pelas demais instituições do setor (Tabela 3).

**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.

A rigor, esta política de entesouramento teve início ainda em 1927, e só não rebateu na contração dos meios de pagamento, porque foram contrarrestados pelas emissões da Caixa de Estabilização. Embora os meios de pagamento seguissem em trajetória ascendente, o fator de multiplicação da base se reduzia progressivamente, em resposta ao crescente entesouramento dos bancos. Isto ocorreu basicamente porque os encaixes das instituições bancárias cresceram mais rapidamente do que os depósitos à vista entre 1926 e 1928. De fato, enquanto os encaixes bancários cresceram 108,4% no período, os depósitos à vista cresceram 73,7%, o que acabou resultando em uma ligeira queda no multiplicador monetário: de 1,75, em 1926, para 1,74, em 1928. No primeiro semestre de 1929, a política de encaixes ganhou corpo, ao passo que a expansão da base pelas notas da Caixa de Estabilização se reduziu, como decorrência do arrefecimento do ritmo de entrada capital internacionais. Diante deste cenário, o valor do multiplicador monetário caiu para 1,61.

Este cenário de reversão do influxo de capital se aliou à um quadro de deterioração dos saldos das transações correntes. De um lado, estava em curso desde 1926 um processo de progressiva deterioração dos saldos comerciais no Brasil<sup>5</sup>, sobremaneira explicado pela estagnação do valor de suas exportações vis-à-vis ao aumento do valor importado (tabela 4). De outro, a entrada maciça de recursos via conta capital no período de expansão do Padrão Ouro-Libra, rebatia agora na necessidade de um maior envio de renda ao exterior, reforçando a tendência à piora no saldo das transações correntes.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Em termos meramente ilustrativos, destaca-se que o 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% entre 1926 e 1928

<sup>6</sup> 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

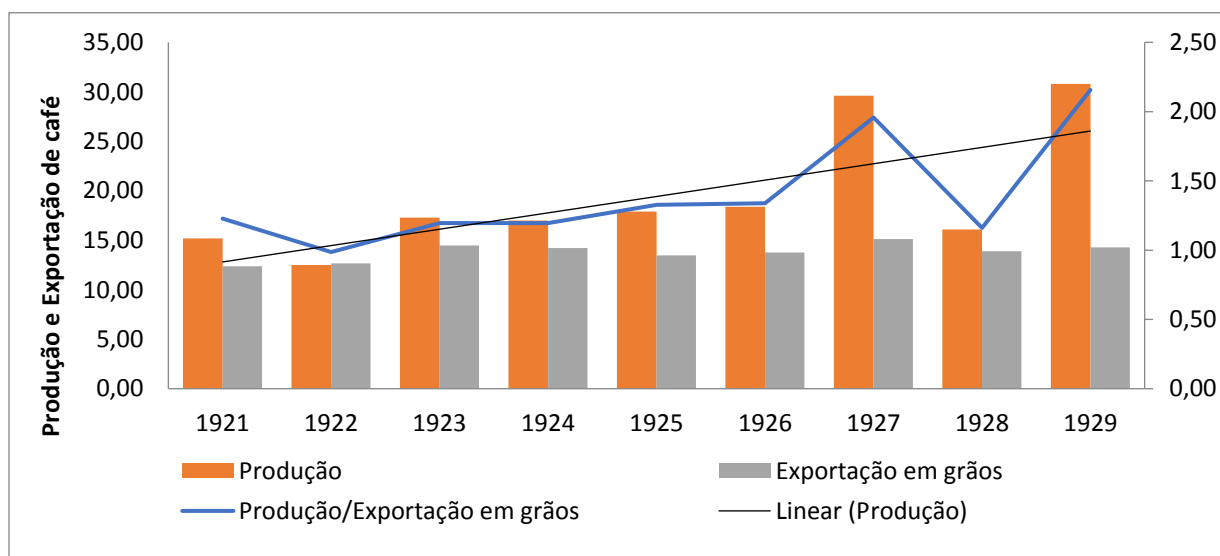
**Tabela 4: Exportações, importações e saldo da Balança Comercial – em milhões de dólares**

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).

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 1), cujo resultado mais imediato era a elevação dos custos de retenção dos estoques de café.

**Gráfico 1: 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 deram origem a duas grandes safras quase que em sequência. A safra de 1927, então a maior já registrada, foi aproximadamente duas vezes superior

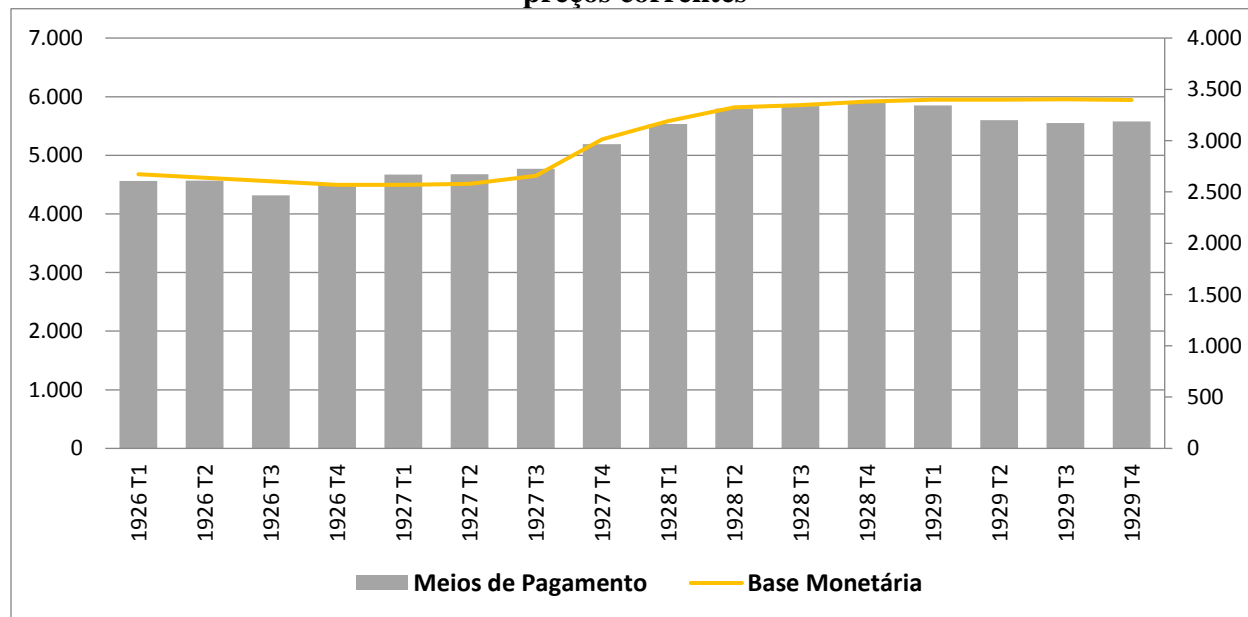
o pagamento dos fatores de produção externos tendia a agravar os déficits na conta de serviços e rendas nos períodos subsequentes e, por conseguinte, a piorar a situação nas transações correntes.



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, erodia-se a capacidade do Instituto do Café de São Paulo em suportar os custos da política de sustentação dos preços do café. Em 1929, esta situação teve desfecho dramático, quando o cenário de perda de divisas se associou as estimativas de uma safra em patamares recordes. (CANO, 2007). O valor dos estoques acumulados atingiu em grandeza à décima parte do PIB naquele ano (FURTADO, 1959), de modo que os custos com a retenção do café 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*.<sup>7</sup>

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 tem início justo quando a entrada de reservas internacionais deixou de ser suficiente para expandir o papel moeda emitido em grandeza necessária para compensar os efeitos da 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 à preços correntes**



Fonte: elaboração própria segundo dados do IPEADATA

<sup>7</sup> Ver Sayers (1976).

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 confirmou 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 ativa do Banco do Brasil só foi possível devido aos depósitos ociosos do Tesouro Nacional referentes aos superávits orçamentários dos anos anteriores, 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). Mais além:

*[...] 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. (Ibid., p.94).*

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 desequilíbrios externos sob sua tutela ocorreria de forma automática, onde o vetor de preços relativo se portaria 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 experimentariam 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.

Na prática, o ônus do funcionamento do padrão ouro-libra recaía mais pesadamente sobre a periferia<sup>8</sup>, e as perdas de reservas que este conjunto de países era submetidos nos momentos de crise

---

<sup>8</sup> As crises externas eram mais severas na periferia do capitalismo por uma série de fatores. 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 à uma sensível deterioração dos termos de troca, uma vez que na relação comercial 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

internacional quase sempre justificavam o surgimento de grandes fissuras no sistema creditício doméstico, em que pese seus efeitos recessivos sobre a atividade econômica. Este foi o justo caso que se instaurou ao em 1929, quando a insistência de Washington Luís em se manter em operação a Caixa de Estabilização, mesmo após o crash de Wall Street, deixou exposta a principal via por onde vazavam 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.

Apesar dos esforços para manter operando normalmente os mecanismos do Padrão Ouro-Libra, a situação se tornou insustentável já no início de 1930, quando a perda de reservas internacionais e seus efeitos sobre o crédito doméstico forçaram o governo de Washington Luís a suspender a conversibilidade das notas da Caixa de Estabilização. Em apenas um ano, as veias abertas do Padrão Ouro-Libra fizeram contrair a base monetária em 719 mil contos de réis via caixa de conversão (vide tabela 2). 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). 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 crítico 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).*

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 insustentáveis ao funcionamento do sistema econômico.

---

queda no preço das commodities tendia a ser muito mais acentuada do que à observada nos preços dos bens manufaturados. (FURTADO, 1959; BASTOS, 2010).

A morosidade com a qual se respondeu efetivamente à crise ampliou 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 Provisório 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, experiência brasileira no padrão ouro-libra. A abolição definitiva da conversibilidade em ouro, ao liberar a taxa de câmbio, permitiu que a política monetária assumisse uma trajetória mais autônoma, 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 debate<sup>9</sup>. 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.

---

<sup>9</sup> Para mais, ver Neuhaus (1975) e Banco do Brasil (2010)

Aos poucos, na década de 1930, a transformação do Banco do Brasil foi tomando corpo, embora na prática diferísse bastante da acepção de reforma proposta na década anterior, tendo sido amplamente utilizado para auxiliar a ampliação do crédito doméstico e para a recuperação da atividade econômica<sup>10</sup>.

A segunda etapa dessa reforma veio com a reabertura da Carteira de Redesconto do Banco do Brasil<sup>11</sup>. Em um primeiro instante, a Carteira estava habilitada apenas a redescontar títulos oriundos de transações comerciais, porém, em 1932, por força do decreto nº 21.537, a natureza dos títulos redescontados 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 constituía um expediente excepcional ao Tesouro em função da necessidade de se financiar o enorme (e imprevisito) déficit daquele ano, fortemente influenciado pela chamada Revolta Constitucionalista 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 à Carteira de Redescontos, nas três esferas de governo.<sup>12</sup> 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 seqüência 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 o crescimento do número de falências impactou adversamente o balancete dos bancos e, por conseguinte, própria capacidade e propensão dessas instituições em

---

<sup>10</sup> 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 do 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).*

<sup>11</sup> Decreto nº 19.525 de 24 de dezembro de 1930.

<sup>12</sup> Lei nº 160 de 31 de dezembro de 1935

concederem crédito<sup>13</sup>. Por exemplo, o Banco Português, instituição fortemente ligada a concessão de crédito ao setor importador na praça do Rio 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 a 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.<sup>14</sup>

Fundamentalmente, os recursos da CAMOB foram constituídos pela imposição do recolhimento junto ao Banco do Brasil das reservas dos bancos comerciais que extrapolassem certa parte do valor dos 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 suas autarquias, especialmente no que concerne a política de retenção e queima de estoques invendáveis de café.

---

<sup>13</sup> Entre 1927 e 1929, o valor do passivo de falências na praça do Rio de Janeiro saltou de 429,9 mil contos de réis para 1339,8 mil contos de réis (NEUHAUS, 1975).

<sup>14</sup> 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.

Em conjunto, a Carteira de Redesconto e a Caixa de Mobilização Bancária deram ao Banco do Brasil a aparência de um prestador de última instância. Não se deve fazer pouco caso da criação desses órgãos, pois sua criação alterou 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 prestador 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, ademais 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, além 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 juros cobrados nos contratos<sup>15</sup>, além de proibir o expediente conhecido como cláusula ouro<sup>16</sup>, que previa indexação dos contratos ao ouro ou em moeda estrangeira. Não obstante, 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.

---

<sup>15</sup> Decreto nº 22.626 de 7 de abril de 1933, também conhecido como Lei da Usura.

<sup>16</sup> 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.

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 de 920 mil contos de réis) com o produto líquido da agricultura de 1939 (aproximadamente 10,2 milhões de contos), concluíram pela 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, assim como 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 emprestador 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 atividade econômica na época.

### III.1 Breve análise 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 bancário-financeiro, em parte tratadas no tópico anterior.

No que tange à criação de moeda manual, as possibilidades de condução anticíclica da política monetária foram alargadas pelo abandono do país ao padrão ouro e pela desistência – por escolha ou imposição das condições externas – 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 5, 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 5: 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 além, 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 bancário<sup>17</sup>. O segundo intervalo marca o período sob a tutela do padrão-ouro, todavia antes do aprofundamento da crise e da consequente emissão emergencial de papel-moeda levada a efeito por Washington Luís. Chama a atenção, nesse caso, a

<sup>17</sup>Para mais detalhes, ver Banco do Brasil, 2010; Neuhaus, 1975; Peláez & Suzigan, 1976.

relação direta e quase perfeita entre as duas variáveis. Por fim, o último corte acima mencionado (1927-1930) engloba 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.

Já no início da década de 1930, a correlação entre essas duas variáveis passa a apresentar um valor significativamente menor (0,406). 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 Brasil, destaca-se o fato de que tanto a Carteira quanto a CAMOB desempenharam um papel fundamental ao auxiliar o processo de contínua expansão da base monetária verificada na década de 1930, responsável, dentre outras coisas, por financiar a retenção e queima dos estoques de café. A exemplo, em 1932, a Carteira de Redesconto já havia emitido mais de 400 mil contos de réis. Em 1935, esse valor atingiu 700 contos de réis, o equivalente a aproximadamente 20% do valor da base monetária para aquele ano.

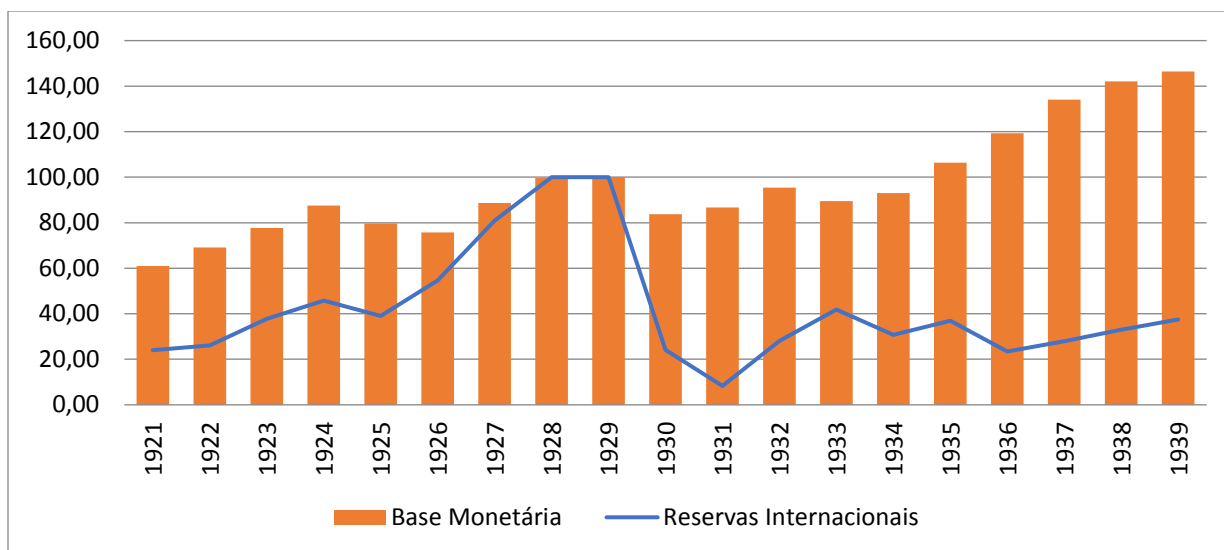
Se considerado o período 1931-1939, a correlação entre base e reservas internacionais é ainda menor (0,277), o que certamente responde pelo aprofundamento das reformas nos sistemas monetário e creditício no país, a exemplo da determinação do curso forçado do papel moeda (Decreto nº 23.501 de 27 de novembro 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.

Este descolamento da base monetária da entrada líquida de reservas internacionais pode ser visualizado no gráfico 3. Nota-se que, já em 1931 a base monetária inicia sua trajetória de crescimento, a despeito da grave situação externa e da perda célere de reservas internacionais.<sup>18</sup>

### **Gráfico 3. Variação nominal da base monetária e das reservas internacionais – índice (1929 = 100)**

---

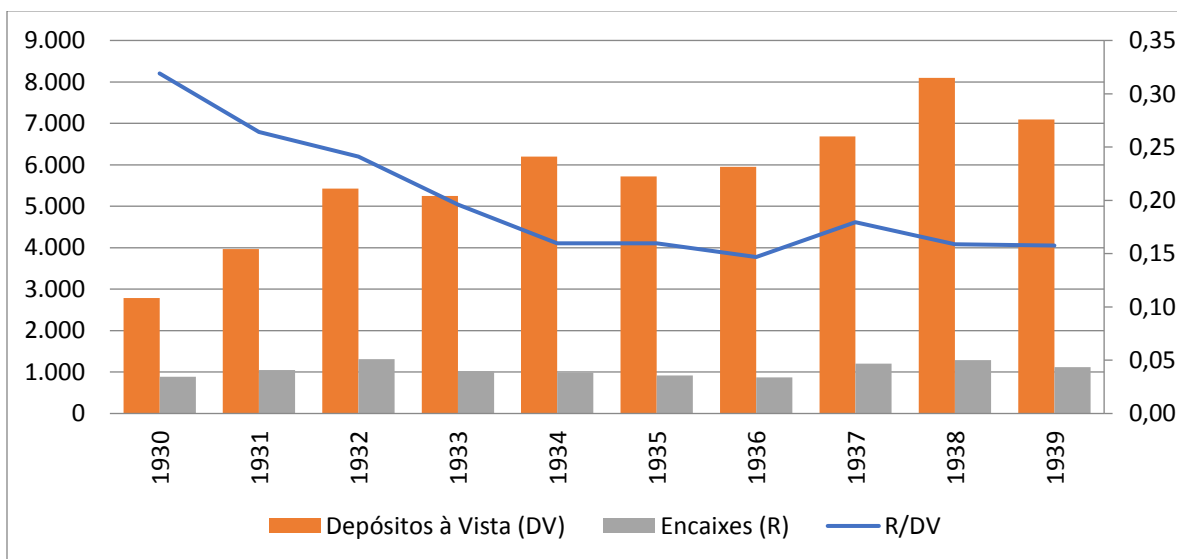
<sup>18</sup>Em 1931 o estoque de reservas internacionais atinge o seu nível mais crítico, o país então dispunha de apenas US\$ 0,3 milhões em ouro e outros US\$ 14,4 milhões em outros ativos estrangeiros. Não por acaso nesse ano o país, após sucessivos atrasos nos pagamentos externos, suspende unilateralmente o pagamento dos serviços da dívida externa.



**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 expresso no aumento substancial dos depósitos à vista e na redução progressiva da relação R/DV, vide Gráfico 4.

**Gráfico 4: 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 para os bancos comerciais (depósitos compulsórios) junto a CAMOB 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 6).

**Tabela 6: empréstimos dos Bancos Comerciais no período 1921-1939 – em mil contos de réis de 1939**

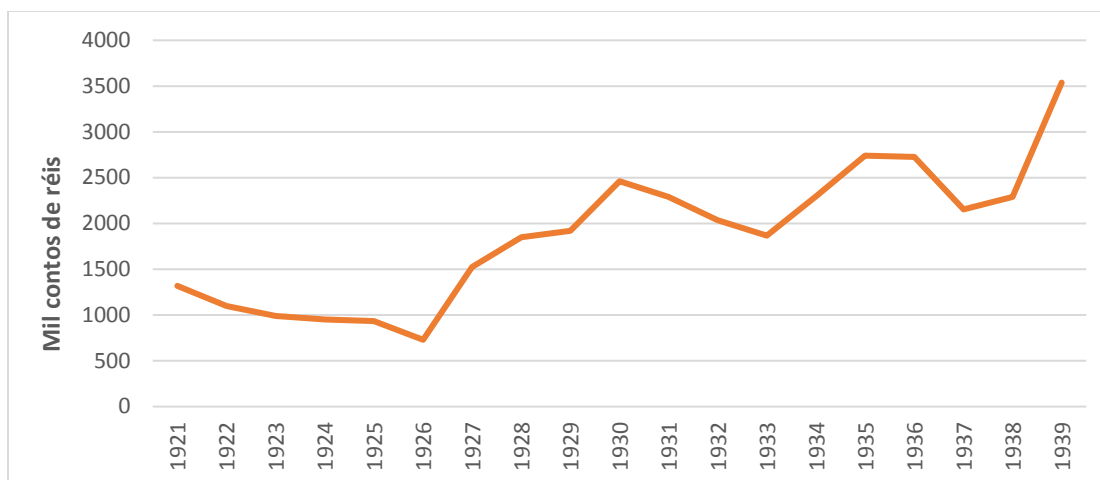
Ano	Empréstimos dos Bancos Comerciais
1921	3920,00
1922	4936,71
1923	5664,99
1924	4537,00
1925	3912,91
1926	3219,63
1927	5171,35
1928	6414,84
1929	5814,92
1930	5918,72
1931	6676,46
1932	8512,40
1933	8610,98
1934	9462,69
1935	9322,63
1936	8856,72
1937	9708,55
1938	10255,96
1939	11282,00

**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. Ressalva-se, entretanto, que a crise se abateu sobre os depósitos a prazo somente em 1931, tendo como vale o ano de 1933. A partir do terceiro trimestre daquele ano, os depósitos a prazo começaram sua trajetória de recuperação. Porém, o seu valor só foi integralmente restituído aos níveis anteriores à crise no ano de 1935 (Gráfico 5). Até lá, o grosso da recuperação dos empréstimos foi puxado pela expansão dos depósitos à vista. (MARCONDES, 2014). Em todo o caso, a recuperação dos depósitos vista logo após a eclosão da crise indica que a confiança nas instituições bancárias não foi significativamente abalada pela crise econômica. De certo, a pronta imposição de uma política econômica anticíclica, já ao final de 1930, e as reformas no sistema bancário foram decisivas para tal.

**Gráfico 5. Depósitos a prazo – em mil contos de réis de 1939.**



Fonte: Ipeadata

O êxito das reformas reestruturantes sobre o crédito bancário pode ser observado a partir do sensível aumento do multiplicador monetário (ver tabela 7) já no início da década 1930. Em 1929, 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 pico, quando alterações unitárias na base passaram a ordenar variações na ordem de 2,36 unidades em M1.

**Tabela 7: Comportamento dos agregados monetários no período 1921-1939 – em mil contos de réis de 1939.**

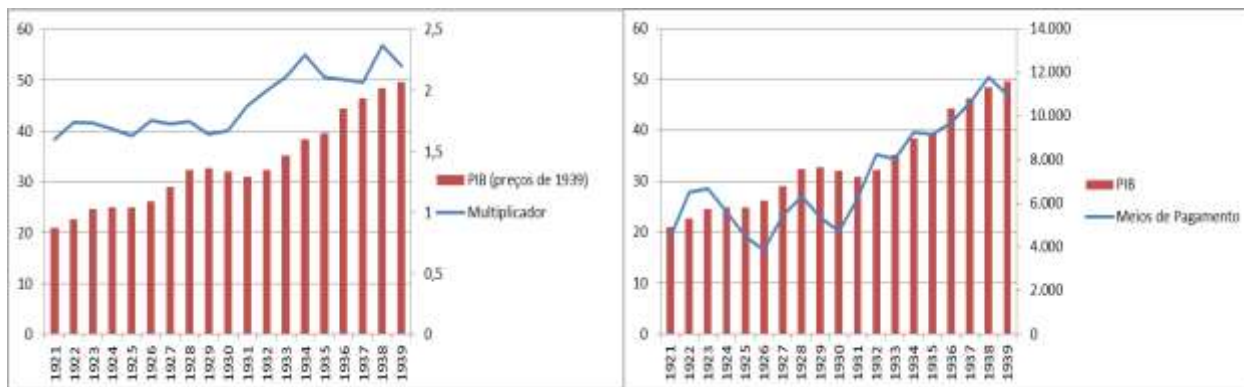
Agregados Monetários - em mil contos de réis de 1939										
Ano	Base Monetária	Encaixe das Autoridades Monetárias	Encaixe dos Bancos Comerciais	Encaixes Totais (R)	Meios de Pagamento (M1)	Papel- Moeda em Poder do Público	Depósitos à Vista (DV)	d=DV/M1	r=R/DV	Multiplicador Monetário
1921	2.799,4	178,4	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, tendo relação próxima com a recuperação econômica. De imediato, esta reestruturação auxiliou no financiamento da retenção e queima dos estoques de café e no financiamento do gasto público (por meio da Carteira de Redescoto). Ademais, a política

monetária expansionista<sup>19</sup> e a ampliação do crédito também foram decisivas ao financiamento da atividade agrícola em geral e do processo de industrialização substitutiva de importação, especialmente após a criação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil (CREAI), em 1937. Não por acaso, nota-se, ao longo dessas duas décadas, um inegável comportamento solidário entre crescimento econômico e crescimento da oferta de moeda (e a disponibilidade de crédito, expressa pelo multiplicador), vide gráfico 6.

**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 8, a seguir.

**Tabela 8: empréstimos do Banco do Brasil por destinatário no período 1932-1939 – em mil contos de réis de 1939.**

<sup>19</sup> Furtado (1959 e Franco (1985) já haviam apontado para a importância da política monetária e da expansão do crédito para a recuperação econômica, na medida em que parte da política de retenção e queima dos estoques de café foram financiados com recurso às emissões monetárias

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).

#### IV. CONCLUSÃO

Este artigo procurou demonstrar a importância da política monetária e creditícia expansionista para a recuperação da economia brasileira na década de 1930. Nesse sentido, os resultados aqui encontrados reforçam as conclusões de Furtado (1959), que já havia apontado as emissões monetárias como um elemento central à recuperação precoce da economia brasileira, dado o seu uso para financiar os gastos do governo, especificamente no tocante aos custos de retenção e queima dos estoques de café. Todavia, esse artigo foi além, ao trazer indicadores adicionais sobre a expansão do crédito doméstico, além de revelar como o comportamento desses indicadores dialogou com uma série de reformas promovidas à época.

Nesse sentido, admite-se que não só os gastos de defesa dos preços do café e a desvalorização cambial operaram na recuperação, mas também uma profunda reestruturação do setor financeiro, em especial do Banco do Brasil, que então acumulava a função de autoridade monetária e banco comercial. Esta reestruturação desatou os laços que os ligavam à entrada líquida de divisas e a oferta de moeda, permitindo o crescimento “autônomo” do crédito doméstico.

Por fim, embora secundário nesse artigo, a reestruturação do sistema financeiro levada a efeito na década de 1930 fornece importantes elementos para se entender a recuperação econômica e refundação das bases de crescimento a partir de uma estrutura que se industrializava. Furtado (1959) havia atribuído a recuperação da atividade econômica ao surto substitutivo de importações, como resultado não intencionados dos gastos com a defesa da renda do setor cafeeiro e da desvalorização cambial. Entretanto, reformas institucionais não ocorrem por acaso, de modo que a extinção, criação e alteração de competência de diversas instituições só fazem sentido quando se admite algum grau de intencionalidade no tocante à adoção das políticas anticíclicas implementadas.

#### 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*. RJ: 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 2010.
- CANO, W. *Desequilíbrios regionais e concentração industrial no Brasil, 1930-70*. SP: 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*. London: 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. (coord.) (2012). *História do Brasil Nação: 1808-2010. A abertura para o mundo, 1889-1930* (Volume 3); RJ: Ed. Objetiva; Madrid: Fundação MAPFRE.
- 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.



PIRES, J.M. Desenvolvimentismo versus liberalismo econômico no período populista e gasto público social. *Economia e Sociedade* (UNICAMP. Impresso), v. 19, n.3 (40); p. 529-556, 2010.

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.