

## **Notas Sobre as Relações entre a Quebra da Bolsa em 1929 e a Grande Depressão**

**Claudia Heller (UNESP)**

### **Abstract**

Recent articles in the daily newspapers and weekly magazines compare the stock market crash in October of 1929 to the present subprime crisis in order to establish which common features would or would not allow the conclusion that a new and maybe worse economic depression is on its way. This paper asks different questions: Is there a relationship between the financial collapse in 1929 and the Great Depression? What kind of relationship is it? The answer to the first question is a positive one. The answer to the second question is still preliminary and partial and indicates that despite the divergences among the scholars who study the subject, it is necessary to take all different approaches into account.

**Keywords: Great Depression; Financial Crisis;**

### **Resumo**

Os jornais diários e as revistas semanais comparam a quebra do mercado de ações em outubro de 1929 à crise atual, com o objetivo de estabelecer as características comuns que permitam ou não concluir que haverá uma nova depressão, talvez ainda mais grave. Este texto propõe duas perguntas diferentes: Existe relação entre o colapso financeiro de 1929 e a Grande Depressão? Que tipo de relação é essa? A resposta à primeira pergunta é positiva. A resposta à segunda é ainda preliminar e parcial, e indica que apesar das divergências entre os diversos estudiosos do tema, é necessário levar em conta todas as diferentes abordagens.

**Palavras-chave: Grande Depressão; Crise Financeira;**

### **Introdução**

Este texto reflete o resultado parcial da leitura de alguns importantes estudos sobre a crise financeira de 1929 e a Grande Depressão. A iniciativa decorreu dos comentários de alguns segmentos da grande imprensa brasileira (e internacional), que comparavam a crise do *subprime* em 2008-2009 à crise da bolsa de Nova York em 1929, com base em duas características: terem como origem os Estados Unidos e serem de “caráter financeiro”. Em consequência, previa-se que o mundo viveria uma depressão tão ou mais profunda que a da década de 1930. Conjeturava-se também da sua duração e abrangência internacional.

---

<sup>1</sup> Versão concluída em março de 2020, preparada para o XV Encontro Nacional de Economia Política- Área 2.2 História Econômica Geral, Sessões Ordinárias.

Nas comparações feitas nestes textos, o que mais chamava a atenção era a ligeireza da “análise”, o caráter apocalíptico e a ausência de referências a elementos que pudessem distinguir uma situação da outra, exceto o óbvio intervalo de oitenta anos entre elas. Embora muitas vezes as reportagens mencionassem “analistas”, “estudiosos”, “especialistas”, não traziam quaisquer considerações sobre aspectos fundamentais - por exemplo, o regime cambial vigente em cada uma destas épocas ou descrições ainda que sumárias sobre o ambiente político que lhes serviram de pano de fundo. No máximo, alegava-se uma diferença no comportamento das autoridades – isto é, a adoção de políticas econômicas de combate à crise – decorrentes do aprendizado dos erros cometidos no passado.

Um exemplo é a reportagem no jornal *O Globo* (de 17 de outubro de 2009), cujo título é “Oitenta anos depois da crise de 1929, efeitos menos profundos e novos erros”, complementado pela informação de que o “desemprego chegou a 25% nos EUA na década de 30 e levou muitos à fome”. Talvez estas chamadas tenham sido apenas uma estratégia de marketing, já que a repórter Danielle Nogueira se apoiou no argumento de “especialistas”, para os quais “apesar do paralelo feito entre as duas crises, elas guardam mais diferenças que semelhanças”. Entre as semelhanças, a matéria destaca o papel chave da especulação financeira (mas com consequências menos graves agora do que no passado), e entre as diferenças o destaque cabe às respostas dos governos (que, tendo sido mais ágeis, tendem a reduzir as implicações da crise sobre a economia internacional). Aparentemente, a jornalista não aproveitou as explicações dos professores entrevistados, mas ao mesmo tempo é claro que uma matéria de uma página não pode dar conta de explicações mais profundas: o que chama a atenção neste caso é a comparação entre as duas crises sem a já mencionada referência a fatores que já são consensuais na literatura. Se não vejamos: de acordo com a matéria, as duas crises diferem pela sua origem: “a atual tem raízes nas hipotecas *subprime* (concedidas a clientes de elevado risco) e em operações feitas no mercado financeiro lastreadas nesses empréstimos”, enquanto que a crise de 1929 tem sua origem no “descompasso entre o ritmo de produção da indústria e do consumo nos EUA, que levou ao desaquecimento da atividade industrial e a uma corrida à Bolsa de Valores de Nova York para venda de ações.” A explicação só pode confundir o leitor: que razões levariam as empresas a emitir ações e/ou a comprar ações no mercado secundário se a demanda era inferior à oferta e os produtos não vendidos se acumulavam na forma de estoques? Ainda segundo a reportagem, entre 1913 e 1928 a produção de veículos nos EUA saltou de 485 mil para 4,4 milhões, mas “após o *crash* de 1929, com o desemprego nas alturas, vendiam-se carros a US\$ 100”. A confusa relação entre os dados sobre o crescimento da indústria automobilística e o preço de venda de uma unidade do produto talvez seja inspirada pela

famosa foto que põe um automóvel à venda num cartaz com os dizeres “\$ 100 will buy this car; must have cash; lost all on the stock market”.<sup>2</sup> Mas o mais importante é que fica-se sem saber o que é causa e o que é consequência: afinal, foi a quebra da bolsa que levou à redução do consumo, ou foi a superprodução que levou à queda da bolsa? Para piorar, a saída da crise (de produção e desemprego) na década de 1930 é atribuída, pela jornalista, ao New Deal (que “demorou quatro anos para ser implantado”), enquanto que agora, a “resposta mais ágil à crise” permitiu que os governos contivessem seus efeitos.

Na imprensa mais especializada as comparações são mais pontuais e cautelosas. As mais frequentes referem-se à queda do índice Dow-Jones e reproduzem gráficos como o apresentado a seguir. Embora boa parte mencione – com razão – a diferença na atitude dos bancos centrais (de



FONTE: Elaboração própria, usando o Finance Yahoo em <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EDJI>

fornecer liquidez ao sistema ao invés do aperto monetário do passado), este tipo de literatura é bem menos pródiga nas comparações entre os dois períodos, e em geral assume que a atual queda na produção e no emprego tem sua origem na crise financeira, que na década de 1930 teve o papel de acentuar um fenômeno já iniciado anteriormente. Em 02 de outubro de 2008 o *The Economist* publicou um artigo intitulado “Echoes of the Depression, 1929 and all that - How today’s financial crisis resembles the one that happened three-quarters of a century ago, and how it does not”. Nesta matéria, considera-se que por mais sedutoras que sejam as comparações entre os dois eventos, elas

<sup>2</sup> A foto está reproduzida em <http://greenwable.wordpress.com/2008/10/12/100-will-buy-this-car/>

são indevidas. Em particular, o artigo afirma que embora os estudiosos ainda debatam as causas da Grande Depressão, poucos incluem a quebra da bolsa de 1929 entre elas, pois (entre outras razões) já havia uma depressão em curso antes do colapso do mercado financeiro. Além disso, há o consenso de que a política monetária frouxa recente incentivou a bolha atual, mas o mesmo não pode ser dito para o *boom* dos anos de 1920. Contrapõe o dogma do orçamento equilibrado e a política monetária restritiva da década de 1930 ao esforço de caráter fiscal e monetário para enfrentar a crise atual e faz referência à crise na agricultura norte-americana [iniciada no começo da década de 1920] bem como à onda de falências bancárias nos Estados Unidos no final de 1930. Considera que a corrida contra o banco austríaco Kreditanstalt [em maio de 1931] deu início a um conjunto de eventos que levou a Grã Bretanha a abandonar o padrão ouro [em setembro de 1931], o que por sua vez gerou uma corrida bancária doméstica e externa contra os bancos norte-americanos [setembro e outubro de 1931]. Para o *The Economist*, é absurdo considerar que 2008 repetirá os eventos de 1929 ou 1930, argumentando que mesmo que a economia norte-americana esteja entrando em recessão, entre 1929 e 1933 a queda foi superior a 25%; que mesmo que o desemprego alcance 10% (de acordo com as previsões mais pessimistas), em 1933 ele chegou a 25% (sem considerar o subemprego), e que não há corridas bancárias nem filas por sopa e pão. Ou seja, mesmo que respondendo negativamente, o mote da matéria é a comparação entre as duas crises.

Já nos segmentos acadêmicos, a identificação entre os episódios ocorridos há oito décadas e os da atualidade parece ser ainda mais cuidadosa. Este é o caso, por exemplo, de um simpósio internacional de história econômica ocorrido em fevereiro de 2010, cujo título - “Crises financeiras globais em perspectiva histórica: 1929 e 2008-2009” – chama a atenção pelo fato de não fazer referência à depressão da década de 1930 (ou à recessão atual), mas restringir-se à comparação das duas crises financeiras. Alguns autores destacaram diferenças de caráter institucional: o surgimento de agências de avaliação de risco, por exemplo, significaria que a crise financeira atual se reflete na desconfiança em instituições ao invés de em indivíduos (os corretores – *brokers* – da década de 1920). Outros compararam a crise do *subprime* não à crise de 1929, mas à do mercado imobiliário norte-americano que a precedeu, isto é, o “*boom* da Florida”. Outros ainda chamaram a atenção para a importância de se distinguir entre “crises financeiras”, “crises bancárias”, “crises no mercado de ações” e “crises cambiais”, e para a possibilidade da ocorrência de eventos que combinem duas ou mais delas.

Muitos outros exemplos poderiam ser dados – sem prejuízo de contra-exemplos. Mas o que importa destacar é que o observado acima serve para exemplificar concepções que indicam a necessidade de responder perguntas importantes:

- i. Existe, e em caso afirmativo, qual é a relação entre a quebra da bolsa em 1929 e a grande depressão da década de 1930?;
- ii. Quais são as semelhanças e as diferenças entre a quebra da bolsa em 1929 e a quebra da bolsa em 2008-2009?;
- iii. Considerando as respostas às perguntas (i) e (ii), é possível inferir a existência de relações entre a quebra da bolsa em 2008-2009 e a recessão atual?

Em particular:

- a. A recessão atual teria potencial para se transformar numa depressão?;
- b. Em caso afirmativo à pergunta (a), a próxima depressão seria tão longa, profunda e abrangente quanto a da década de 1930?

Embora seja evidente a inviabilidade de responder a perguntas tão complexas neste espaço, é possível ao menos alinhar algumas idéias iniciais. Esse é justamente o objetivo deste trabalho: mapear as principais contribuições que procuram explicar a grande depressão da década de 1930, identificando o papel que elas atribuem (ou não) à quebra da bolsa em 1929. Neste sentido, pretende-se evitar as taxonomias mais corriqueiras como as que contrapõem a “visão keynesiana” (que enfatiza a predominância das variáveis reais e a insuficiência de política fiscal) à “visão monetarista” (que dá destaque à moeda e aos erros de política monetária) ou a “visão austríaca” (que critica a intervenção governamental) ou as menos comuns como o debate entre Temin (1988) e Romer (1998) que procuram separar os fatores “domésticos” dos “externos” e os “endógenos” dos “exógenos”.<sup>3</sup> Estamos convictos de que há muitos pontos de convergência entre as diferentes análises, que tendem a ser ofuscados quando elas são tratadas isoladamente ou na forma de contraponto.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Há outros exemplos de classificação: na introdução ao conjunto de entrevistas publicadas sob o título *Reflections on the Great Depression*, Randall E. Parker separa as explicações contemporâneas à Grande Depressão das explicações modernas (classificadas em hipótese monetária, hipótese não monetária / financeira e hipótese do padrão ouro). Michael Bernstein, em *The Great Depression, delayed recovery and economic change in America, 1929-1939* usa um critério diferente: teorias de curto prazo da depressão, teorias da depressão como um problema de política e teorias de longo prazo da depressão.

<sup>4</sup> O trabalho de Gordon & Wilcox (1978) representa um esforço nesta direção. Segundo os autores, a causa essencial da Grande Depressão de acordo com a tese keynesiana é a queda do nível de produto, para a tese monetarista é a redução da oferta de moeda, e não há como discordar que os dados estatísticos para os EUA mostram claramente que a oferta de moeda, o nível de produto (e o nível de preços) caíram durante a contração econômica e se elevaram na recuperação. Para eles, ainda que a questão central em torno da qual residem as principais divergências se refira às relações de causalidade entre estes fenômenos, no caso em questão é possível chegar a uma “posição de compromisso” segundo a qual as duas interpretações são complementares: a abordagem keynesiana se aplicaria à fase inicial do período e a monetarista à fase posterior (final de 1930 ou início de 1931 até 1933). Bernanke (2002), por sua vez, ressalta que abordagens deste tipo não respondem de modo definitivo a questões como a que trata da relação entre variáveis reais e nominais: foram as mudanças no estoque de moeda que causaram mudanças nos preços (e na produção) ou foi o inverso, de modo que o estoque de moeda reagiu passivamente às mudanças na economia? Ou ainda: há algum outro fator, talvez imensurável, que tenha afetado estas três variáveis (estoque de moeda, preços e produção)?

Por esta razão, o restante deste trabalho não está subdividido em “partes”, mas é um “texto corrido” que procura enfatizar as convergências mais do que as divergências entre as principais explicações sobre o tema proposto.

### **As explicações**

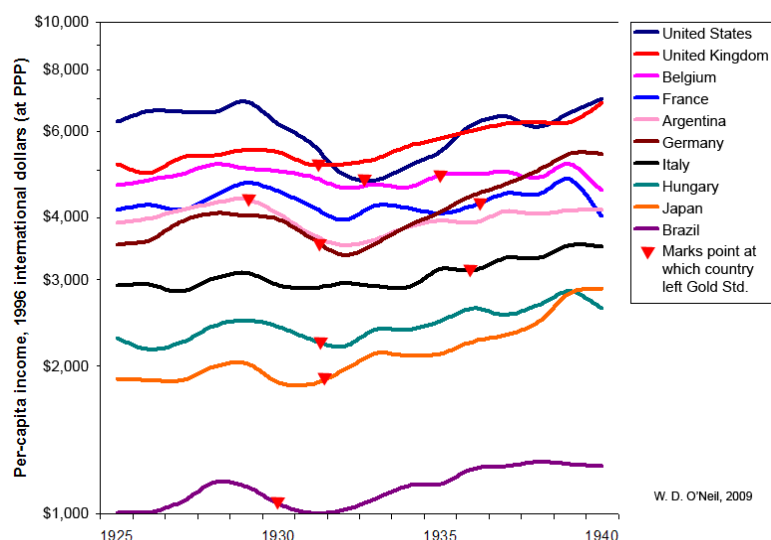
À primeira vista, especialmente quando se consideram as análises estatísticas mais apressadas, a resposta imediata à pergunta que inspira este texto seria negativa: a economia norte-americana já vivia uma recessão antes da quebra da bolsa, e portanto o colapso do mercado financeiro não poderia ser considerado causa da depressão. Surge, de imediato, o impulso de distinguir os dois termos: existe uma convenção segundo a qual uma “recessão” se caracteriza por uma queda do PIB durante seis meses no mínimo; mas não há convenção equivalente para definir uma “depressão”. Um critério bastante utilizado exige que a queda do PIB seja superior a 10% ou que a queda se prolongue por mais do que três anos. Um outro critério leva em conta outras características, de modo que uma recessão típica está relacionada à política monetária restritiva, enquanto que uma depressão está associada a bolhas financeiras, contração de crédito e queda da produção, do emprego e do nível geral de preços (de ativos, bens de consumo e/ou serviços).<sup>5</sup> Neste caso, a recessão poderia ser combatida com políticas monetárias expansivas, mas as recessões exigiriam medidas de política fiscal.

Seja como for, e independentemente das exigências para se considerar que uma recessão e/ou uma depressão seja “forte” ou “fraca”, não há quem discorde que a década de 1930 foi a década da Grande Depressão do século XX. Os gráficos a seguir ilustram respectivamente o comportamento da renda *per capita* em dez países selecionados entre 1925 e 1940 e o desempenho do mercado acionário ao longo das últimas quatro crises financeiras.

No gráfico da renda *per capita*, a informação sobre as datas em que estes países abandonaram o padrão ouro está relacionada com a concepção que vem se tornando consensual, de que esta medida - ao possibilitar a retomada da utilização de instrumentos de política monetária - explicaria porque alguns países conseguiram sair da depressão antes que outros. Este tema, no entanto, não tratado aqui.

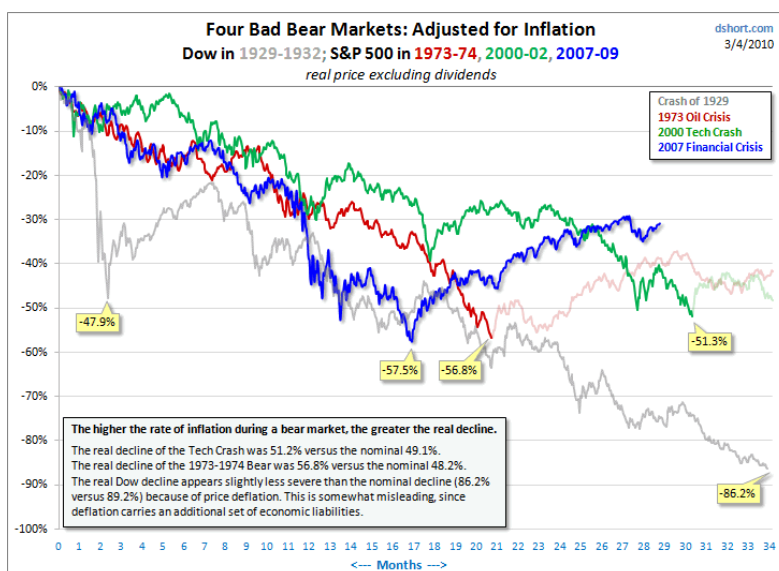
---

<sup>5</sup> Para uma discussão mais detalhada, ver Eslake (2008).



Fonte: [http://en.wikipedia.org/wiki/Great\\_Depression#cite\\_ref-44](http://en.wikipedia.org/wiki/Great_Depression#cite_ref-44).<sup>6</sup>

O próximo gráfico compara o desempenho do mercado acionário, em valores reais, ao longo das últimas quatro crises financeiras, a saber: a crise de 1929 (03/10/1929 a 08/07/1932), a crise do petróleo (11/01/1973 a 03/10/1974), a crise *dot-com* (24/03/2000 a 09/10/2002) e a crise *subprime* (09/10/2007 a 04/03/2010).<sup>7</sup> A gravidade da crise de 1929 frente às que a antecederam é inquestionável.



Fonte: Four Bear Markets. (n.d.). Disponível em <http://dshort.com/charts/bears-nominal-real.html?four-bears-real>

<sup>6</sup> O autor do gráfico informa que obteve os dados internacionais de Maddison, A. *Historical Statistics for the World Economy: 1–2003 AD*, disponível em [www.ggdc.net/.../Historical\\_Statistics/horizontal-file\\_03-2007.xls](http://www.ggdc.net/.../Historical_Statistics/horizontal-file_03-2007.xls), e que as datas em que os países abandonaram o padrão ouro foram obtidas de várias fontes, principalmente Eichengreen (1992), cuja tabela reproduzimos no Anexo I a este texto.

<sup>7</sup> Recomenda-se também o site <http://emcons.net/blog/2009/04/19/crash-comparison-dow-jones-industrial-index-19291930-vs-dow-jones-today-200720082009/> que compara o índice Dow Jones (Dow Jones Industrial Index) durante os anos da Grande Depressão com os da crise atual, atualizados diariamente.

O que hoje já parece ser consensual, é que nos Estados Unidos a quebra da bolsa contribuiu para converter a recessão em depressão; e que os eventos norte-americanos foram transmitidos ao resto do mundo através do regime monetário vigente, o padrão-ouro, ou mais precisamente, o padrão-câmbio ouro. Em outras palavras, a literatura moderna sobre o tema tende a concordar com a avaliação de Charles Kindleberger em *The World in Depression, 1929-1939* (de que o colapso do mercado de títulos em 1929 foi posterior à recessão que já havia começado) e neste sentido supera a análise de John Kenneth Galbraith em *The Great Crash, 1929*, para quem a quebra da bolsa foi o resultado de uma longa e generalizada orgia especulativa no mercado de títulos, que associada à inação de governos, tesouros e bancos centrais levou à duradoura e profunda depressão. Entretanto, o fato da literatura moderna oferecer uma análise mais abrangente não significa descartar o diagnóstico de Galbraith sobre a situação da economia norte-americana, organizada em torno de cinco pontos principais.

- a má distribuição da renda, o que fazia com que a economia dependesse de um alto nível de investimento e/ou de gasto em bens de luxo, categorias de dispêndio que são muito sensíveis às notícias do mercado de ações;
- inexistência de controles e/ou regulamentação, o que permitia níveis temerosos de alavancagem e fraudes;
- uma estrutura bancária fraca, composta de um grande número de pequenos bancos, de modo que quando um banco falia, os ativos nele depositados ficavam indisponíveis gerando um efeito dominó que rapidamente se tornava endêmico;
- a situação do balanço de pagamentos, em que o superavit comercial se associava ao endividamento do resto do mundo por meio de empréstimos cujo recebimento se tornou crescentemente duvidoso;
- arcabouço teórico inadequado por parte dos economistas e outras autoridades, que defendiam o orçamento equilibrado, tinham grande apego ao padrão ouro e um temor exagerado da inflação.

Na verdade, cada um dos pontos enumerados por Galbraith tem sido escrutinado criteriosamente. Afirmção semelhante pode ser feita para outro trabalho clássico sobre o tema, *The Great Contraction*, de Milton Friedman e Anna Schwartz.<sup>8</sup> Estes autores destacam quatro episódios em que as alterações no estoque de moeda ou na política monetária ocorreram por razões não relacionadas com o comportamento da produção e dos preços, isto é, em que as mudanças monetárias foram "exógenas", de modo que as respostas da economia "real" teriam sido apenas um reflexo ou uma reação a estes choques. O primeiro episódio foi o aperto da política monetária, que começou na primavera de 1928 e continuou até o *crash* da bolsa em outubro de 1929, motivado pela preocupação com a especulação em Wall Street (uma razão pouco explorada por Friedman &

---

<sup>8</sup> *The Great Contraction, 1929-1933* corresponde ao sétimo capítulo de *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, publicado em 1963, e foi editado como livro independente em 1965.



Schwartz para a elevação da taxa de juros está relacionada ao desejo do FED de estancar as saídas de ouro dos EUA para a França, que tendo estabilizado a economia, passou a atrair fluxos maciços de ouro do estrangeiro). O segundo episódio foi o que ocorreu em setembro de 1931, após a crise da libra esterlina que forçou a Grã-Bretanha a abandonar o padrão ouro. A expectativa de que os Estados Unidos poderiam ser os próximos a abandonar o regime levou bancos centrais e investidores privados a converter quantidades substanciais de ativos denominados em dólar ao ouro em setembro e outubro de 1931. A perda resultante das reservas de ouro (fuga "externa") pressionou o sistema bancário doméstico norte-americano (fuga "interna") pois enquanto os estrangeiros procuravam liquidar seus depósitos denominados em dólares, os depositantes nacionais retiraram seus depósitos com temor de falências bancárias. Neste episódio, segundo Friedman & Schwartz, o FED teria errado pois respondeu apenas à fuga externa (elevando a taxa de juros), o que evitou a saída de ouro, mas contribuiu para um "espetacular" aumento das corridas bancárias e falências bancárias, o que por sua vez provocou uma queda vertiginosa da oferta de moeda.<sup>9</sup>

Tanto Galbraith quanto Friedman & Schwartz fornecem relatos detalhados dos eventos quase diários da quebra da bolsa em 1929.<sup>10</sup> Na chamada “quinta-feira negra” (24 de outubro de 1929), o mercado - que normalmente negociava 4 milhões de títulos - negociou o volume recorde de 12,9 milhões, numa velocidade tão grande que os sistemas de registro de preços (os *tickers*) não foram capazes de acompanhar os negócios, contribuindo para o pânico que fez o mercado fechar em queda de 33 pontos, o equivalente a 9%. Na “segunda-feira negra” (28 de outubro de 1929), apesar da relativa mas pequena melhora nos dias anteriores, o mercado fechou em nova queda de 13%. No dia seguinte, a “terça-feira negra”, o mercado caiu outros 12%. Tal como em outras ocasiões, não há como identificar as razões específicas para o “estouro da bolha”. Mas o que interessa ressaltar é que, corroborando a concepção já aceita na literatura de que a recessão econômica precedeu a quebra da bolsa, os indicadores de produção nos Estados Unidos mostram que a recessão já era visível a partir de junho de 1929, quando o Federal Reserve Index of Industrial Production era de 126, caindo para 117 em outubro (Galbraith, 1997, p. 88).<sup>11</sup> Assim, o consenso atual parece ser que

---

<sup>9</sup> O terceiro episódio refere-se à pressão bem sucedida mas efêmera, do Congresso sobre o FED, para que este aliviasse a política monetária mediante a aquisição de títulos no mercado aberto (abril de 1932) e o quarto refere-se ao período de política contracionista que vai de janeiro de 1933 ao feriado bancário de março de 1933 e está relacionado a fatores políticos, isto é, à incerteza sobre o rumo que seria dado à economia norte-americana pelo novo presidente, eleito em novembro de 1932 mas que só tomaria posse em março de 1933. Especulava-se que Roosevelt poderia desvalorizar o dólar ou até mesmo quebrar o vínculo com o padrão ouro, o que levou tanto investidores nacionais quanto estrangeiros a (novamente) converter dólares em ouro, isto é, uma nova onda de corridas bancárias e falências bancárias.

<sup>10</sup> Ver também Parker (2009)

<sup>11</sup> A figura 3 de Friedman & Schwartz (1965, p. 18), intitulada “Prices, Personal Income, and Industrial Production, Monthly, 1929–March 1933” também mostra que a queda da produção industrial é anterior à crise de Wall Street. Ver Anexo II

a depressão do período 1929-32 foi causada por um declínio da demanda agregada, que pode ter sido disparado pelo aperto monetário e/ou por uma queda autônoma do gasto privado, e que o colapso financeiro contribuiu para a depressão.

Mas a recessão que antecedeu a quebra da bolsa não se restringia aos Estados Unidos – razão pela qual os estudos de Galbraith e de Friedman & Schwartz, que se concentram na análise da economia norte-americana, são insuficientes para dar conta da complexidade do objeto deste trabalho. De acordo com Frieden (2006), para além da queda da bolsa, é preciso considerar o período em que ela esteve em alta. Para este historiador, a elevação anterior do índice Dow Jones, de 191 pontos no final de 1928 para 381 em setembro de 1929, levou não apenas à redução drástica dos novos empréstimos norte-americanos para o resto do mundo, mas também à repatriação dos capitais emprestados anteriormente, que se dirigiram ao mercado de ações norte-americano. A partir dos dados fornecidos por Kindleberger (*The World in Depression*) e Eichengreen (*Golden Fetters*), Frieden avalia que este processo transformou a recessão branda que já ocorria em outros lugares em uma crise mais grave. Neste sentido, pode-se dizer que a depressão começou no resto do mundo antes de se instalar nos Estados Unidos, e que ela ocorreu durante o período em que as atividades especulativas estavam ainda formando a bolha que estouraria em 1929 em Wall Street.

Os estudos tradicionais, por outro lado, relacionam a queda da demanda agregada, nos Estados Unidos, uma das características importantes da Grande Depressão, à quebra da bolsa. De início, considerava-se que a perda de riquezas no mercado financeiro teria reduzido a capacidade de consumo das famílias, mas esta tese mostrou-se inconsistente com as informações sobre o pequeno percentual da população que especulava na bolsa. Ainda assim persiste uma variedade desta interpretação, segundo a qual a crise financeira, por ter gerado grande incerteza sobre a renda futura, levou tanto as empresas quanto os consumidores a adiarem suas decisões de gasto (investimento e bens de consumo durável). Os autores que a defendem reconhecem que a quebra da bolsa e a grande depressão são em si eventos independentes, mas afirmam que a perda de riqueza financeira é um fator que acentuou a queda da produção e do emprego nos EUA, através de um mecanismo de transmissão que está apoiado na queda da demanda.<sup>12</sup> Por um lado, isso torna inútil a antiga discussão das teses da “superprodução” versus “subconsumo”, e por outro, significa que é possível considerar que houve um processo de *feed-back* entre o colapso financeiro e a queda da demanda agregada, numa relação de causalidade que vai das finanças para o lado real da economia.

---

<sup>12</sup> Romer (1990) apresenta dados ilustrativos sobre o comportamento do consumo entre outubro de 1929 e março de 1930 e encontra correlação inversa entre o gasto em bens de consumo e a volatilidade do mercado de ações.

A idéia de que há uma relação de realimentação entre as duas esferas, a financeira e a produtiva é essencial também para a tese de Hyman Minsky, em sua por demais conhecida “hipótese da instabilidade financeira”. Segundo Minsky, o sistema financeiro evolui “naturalmente” de uma estrutura robusta e consistente com a estabilidade para uma estrutura frágil que conduz à instabilidade, num processo em que as posições financeiras do tipo “hedge” se transformam em “especulativas” e em seguida em “Ponzi”.<sup>13</sup> Para Minsky, um período de forte crescimento da economia gera expectativas que podem ser excessivamente otimistas, tanto do ponto de vista dos ganhos financeiros quanto da economia real. Para ele, a passagem de uma posição financeira a outra é determinada pelo estado das expectativas, as quais, quando excessivamente otimistas, podem ser frustradas, levando à disrupção financeira e da produção e emprego. O que é particularmente importante na tese de Minsky é que a passagem das posições especulativas para as posições Ponzi pode ser desencadeada por diversos fatores entre os quais se destacam a redução das facilidades de financiamento (uma redução do crédito por parte de agentes privados e/ou das autoridades monetárias) e a revisão das expectativas (decorrentes da redução dos rendimentos esperados, na produção ou no mercado de títulos). Tudo isso ocorreu no ano de 1929, o que torna a tese de Minsky perfeitamente aplicável. Além disso, a característica essencial da Grande Depressão, de acordo com o autor, foi a combinação entre o alto nível de endividamento com deflação de preços e redução do produto. Em Minsky (1980), sua interpretação sobre a relação entre o colapso financeiro e a grande depressão não dá margem a dúvidas: “A grande contração de 1929 a 1933 foi o primeiro estágio da Grande Depressão que continuou até o final da década de 1930”.

Convém ressaltar que a combinação do alto nível de endividamento e deflação de preços é o núcleo central da contribuição de Fisher (1933), a chamada *debt-deflation*. Trata-se da concepção de que há uma sequência de eventos decorrentes de um “estouro da bolha” que costuma levar à tentativa de liquidação de débitos anteriores pela venda acelerada de ativos financeiros, o que pressiona para baixo os preços destes ativos. As perdas financeiras que este processo acarreta – reduzindo o valor das ações, por exemplo – precipitam falências de empresas, a queda dos lucros e a contração do nível de produto e do emprego. Forma-se um ambiente de pessimismo e de perda da confiança, o que leva os agentes a procurar refúgio em ativos líquidos (moeda). Se combinado com a deflação do nível geral de preços (como ocorreu no período em questão), o valor real das dívidas aumenta, acentuando ainda mais o caráter baixista do mercado de títulos. Uma consequência

---

<sup>13</sup> As três posições se referem ao grau de risco envolvido nos contratos de empréstimo ou de financiamento. Na posição do tipo “hedge”, o fluxo de renda esperada do tomador é suficiente para que ele honre a dívida (o principal e os juros). Na posição “especulativa” apenas os juros são cobertos pela renda esperada, obrigando o devedor a renegociar seus empréstimos. Na posição Ponzi o devedor não é capaz de honrar os juros (total ou parcialmente), e se vê na contingência de contratar novas dívidas e/ou a se desfazer dos seus ativos.

colateral, de acordo com Fisher, é a redistribuição da riqueza, transferida do devedor para o credor, podendo aumentar ainda mais a inadimplência dos devedores. De acordo com Fisher, a gravidade da Grande Depressão está associada não apenas ao processo deflacionário mas ao enorme volume das dívidas, o que inclui não apenas as dívidas dos consumidores que compraram a prazo ou hipotecaram seus bens duráveis (automóveis e residências) mas também dos que especularam na bolsa com capital de terceiros. (*on the margin*, ou *money on call*).

No entanto, a própria concepção de que o colapso de 1929 se deu pelo estouro da “bolha” vem sendo questionada. Smith (2001), por exemplo, argumenta que em se considerando os padrões de valorização prevalecentes na época, as ações não estariam sobrevalorizadas e McGrattam & Prescott (2001) chegam à mesma conclusão usando outros dados e metodologia de avaliação de ativos.<sup>14</sup> São estudos que incitam a uma discussão contra-fatual, que pode ser fascinante, mas não re-escreve a história. O fato é que o colapso ocorreu.

Para além das complexidades envolvidas nas técnicas de avaliação de ativos, uma questão permanente na literatura diz respeito à atuação do FED. Este elevou a taxa de redesconto na tentativa de eliminar ou ao menos reduzir a especulação financeira, e esta medida, para muitos autores, foi um erro crucial de política monetária. Segundo Friedman & Schwartz, por exemplo, o FED errou não apenas ao tentar dificultar a circulação financeira baseada em empréstimos, mas também errou ao não reagir adequadamente aos pânico bancários domésticos, não fornecendo a liquidez necessária.<sup>15</sup> As análises que enfatizam o comportamento do FED neste período, por sua vez, associam-se também à concepção de que o arcabouço teórico vigente na época - representado pela chamada “tese liquidacionista” – era inadequado. Ou seja, além da defesa do orçamento equilibrado, que impedia a adoção de medidas fiscais expansionistas, predominava a concepção de

---

<sup>14</sup> Apenas uma curiosidade: o subtítulo deste estudo (Irving Fisher Was Right!) refere-se às declarações de Fisher (entre 21 e 23 de outubro) de que não havia razão para pânico no mercado financeiro e às suas previsões, depois da crise, de que o mercado logo se recuperaria. Um discurso gravado está disponível em [http://www.youtube.com/watch?v=MTCKxye9\\_so](http://www.youtube.com/watch?v=MTCKxye9_so) (mas não há registro da data em que foi pronunciado)

<sup>15</sup> Friedman e Schwartz concentram sua análise na atuação do banco central norte-americano, que acusam de ser o principal responsável pela Grande Depressão. Mas isso não os impede de reconhecer que “em parte, sem dúvida, o colapso do mercado de títulos foi um sintoma das forças subjacentes responsáveis pela severa contração da atividade econômica. Mas em parte, também, deve ter contribuído para aprofundar a contração. O colapso financeiro mudou o ambiente em que os empresários e outros planejavam seus negócios, e disseminou a incerteza ... Acredita-se que o colapso reduziu a propensão ao gasto tanto por parte dos consumidores quanto por parte dos empresários, ou, mais precisamente, reduziu o montante que estariam dispostos a despendar em bens e serviços a qualquer taxa de juros, de preços e de renda, o que tem como contrapartida a elevação do montante que desejam manter como ativos líquidos. Presume-se que estes efeitos foram acompanhados por um efeito correspondente em suas carteiras de ativos, isto é, das ações para os títulos públicos e dos ativos financeiros de todos os tipos para a moeda”. (Friedman e Schwartz, pp. 22-23). Ressalte-se a semelhança desta passagem com a concepção Keynesiana de preferência pela liquidez, que se exacerba em períodos de alta incerteza.

que o governo deveria permitir a eliminação das instituições fracas, para que o mercado como um todo se fortalecesse.

Aqui também há controvérsias em torno dos efeitos da política monetária do FED sobre os agregados monetários. Um tipo de discussão refere-se à medição da redução da oferta de moeda, já que depende de se considerar o processo deflacionário, com o qual as elevações da taxa de juros ou a redução da oferta de moeda em termos nominais podem ter sido menores em termos reais. Uma outra controvérsia diz respeito à reação do sistema bancário privado, que segundo alguns autores continuou emprestando aos corretores, anulando ou reduzindo a contração monetária pretendida pelas autoridades. Uma terceira discussão é de caráter mais teórico, e remete à própria definição da exogeneidade ou endogeneidade da moeda, isto é, se o volume de meios de pagamentos é determinado pelas autoridades monetárias ou se depende da demanda.<sup>16</sup>

Em complemento, deve-se destacar que o FED não tinha o controle das instituições envolvidas com o processo especulativo. Nas palavras de Eichengreen (2008), “a tendência, por parte dos responsáveis pela divisão de investimento dos bancos comerciais, que tinham baixa aversão ao risco, de especular com os fundos de pequenos depositantes foi o que levou às corridas bancárias e às falências que converteram uma pequena recessão doméstica na Grande Depressão”.<sup>17</sup> A responsabilidade dos bancos no processo especulativo foi descrita na Comissão Pecora, que investigou o colapso da bolsa. Entre outras conclusões, a Comissão identificou que uma causa importante dos excessos especulativos foi a prática dos bancos de reunir e subscrever títulos que correspondiam a dívidas duvidosas, e repassá-los adiante. Isso é o que levou à promulgação da lei *Glass-Steagall* em 1933, que em linhas gerais separou os bancos comerciais dos bancos de investimento, e regulamentou suas atividades.<sup>18</sup>

Uma boa parte da discussão sobre a oferta de moeda está relacionada também às falências bancárias. Neste sentido, há um aspecto que nem todos os autores mencionam, referente à situação da agricultura norte-americana, em crise durante a década de 1920. A produção agrícola havia

---

<sup>16</sup> A discussão teórica principal gira em torno dos determinantes do estoque de moeda em escala doméstica, e envolve Friedman & Schwartz (1965) de um lado e Temin (1976) de outro. A discussão pode se aplicar à demanda e oferta de ouro. Enquanto Friedman & Schwartz usam a equação do multiplicador bancário para descrever o desempenho do estoque de moeda nos Estados Unidos, Bernanke (1995), por exemplo, usa uma equação que incorpora o multiplicador monetário para descrever e explicar os movimentos internacionais das reservas (ouro e/ou outros ativos conversíveis em ouro).

<sup>17</sup> A expressão “recessão doméstica” refere-se ao original “garden recession” que vem se tornando um jargão para denotar uma queda nos indicadores econômicos sem maior importância. No entanto, há quem interprete essa expressão no sentido oposto (recession garden), isto é, de uma depressão tão grande que torna aconselhável transformar os jardins domésticos em hortas e pomares para garantir o abastecimento da família.

<sup>18</sup> Vale ressaltar que a anulação desta lei, em 1999, é considerada um dos fatores que deu origem à crise atual.

crescido durante a I Guerra Mundial, abastecendo o mundo em conflito. Com o final da guerra e a recuperação da produção agrícola na Europa, a superprodução de bens primários levou à queda de preços; os fazendeiros norte-americanos, que haviam investido na modernização e ampliação da produção com dinheiro emprestado hipotecando suas terras, tornaram-se inadimplentes o que levou à falência de uma série de pequenos bancos rurais (não necessariamente associados ao FED), e por sua vez serviu de estopim para a disseminação da corrida bancária.<sup>19</sup> Estas falências bancárias, ainda que não diretamente associadas à quebra da bolsa, são representativas da fraca estrutura bancária e financeira mencionada por Galbraith, entre outros. A inexistência de seguros para os depósitos dos correntistas foi um fator importante adicional para acelerar as corridas bancárias e a perda de confiança no sistema financeiro.<sup>20</sup>

A questão das corridas bancárias também já se encontra bem desenvolvida na literatura. Calomiris (2007), por exemplo, ao discutir suas causas, sugere distinguir a abordagem “fundamentalista” da abordagem “pânico”. A primeira supõe que, como os bancos são instituições estáveis, as corridas bancárias não refletem sua situação, e a segunda supõe que as corridas bancárias decorrem da divulgação de informações incompletas e imprecisas (assimétricas) sobre a situação dos bancos – em particular sobre sua condição de liquidez e de solvência.

Ademais, a distinção entre uma situação de iliquidez de uma situação de insolvência é um elemento chave para entender a disseminação da crise no resto do mundo. Segundo Friedman & Schwartz, por exemplo, o fato do FED não ter fornecido a liquidez necessária transformou um problema de liquidez num problema de solvência, e confundiu as dificuldades de bancos individuais com dificuldades do sistema bancário como um todo.<sup>21</sup> Ao contrário de autores com Kindleberger ou Eichengreen, Friedman & Schwartz não veem qualquer contradição entre o fornecimento de liquidez e o padrão ouro – mas são enfáticos no que se refere ao papel do padrão ouro-câmbio para a disseminação da crise. Aliás, há um consenso de que foi o mal funcionamento do regime e não apenas o regime em si que levou a estes resultados.

---

<sup>19</sup> Vem daí a promulgação pelo governo norte-americano da lei tarifária *Smooth-Hawley* em 1930, que pretendia proteger os agricultores através de uma forte elevação de tarifas de importação. Isto deu início a uma série de outras medidas protecionistas nos EUA, e retaliações no resto do mundo (*beggar-thy-neighbor*). Embora a lei tarifária não seja considerada uma “causa” da grande depressão (menos ainda da quebra da bolsa), ela teve um papel re-alimentador, pois contribuiu para a queda do comércio internacional. Um aspecto fortemente correlacionado diz respeito ao grau de animosidade que estas medidas teriam provocado, seja em criar dificuldades para esquemas de cooperação para a saída da depressão, seja em alimentar as tensões que terminaram por deflagrar a II Guerra Mundial. Ver Kindleberger (1973), Temin (1991), Eichengreen (1992) e Hobsbawm (1994).

<sup>20</sup> Ver Bernanke (1983).

<sup>21</sup> Uma abordagem mais abrangente encontra-se em Bordo (1986), que descreve vários outros fatores que podem levar à insolvência de bancos comerciais ou outras instituições financeiras, como a perda de valor de carteira de ativos decorrente de sequências de vendas forçadas.

Portanto, os efeitos do colapso financeiro de 1929 não podem ser plenamente compreendidos sem referência ao padrão câmbio-ouro.<sup>22</sup> Diferentemente do padrão-ouro clássico, o padrão câmbio-ouro não foi capaz de manter a estabilidade do nível de preços, da taxa de câmbio, ou o equilíbrio dos balanços de pagamentos das economias que o adotaram. São inúmeras as razões para as alterações do sistema vigente no período entre-guerras em relação ao anterior. Entre elas destacam-se: (a) a desordem econômica provocada pela I Guerra Mundial, que levou à hiperinflação em alguns países (Alemanha, Áustria, Hungria, Polônia e Rússia) e a um enorme endividamento público, associada às disputas em torno das reparações de guerra devidas pela Alemanha no Tratado de Versailles<sup>23</sup>; (b) o descompasso temporal no retorno ao sistema e o desequilíbrio das paridades das taxas de câmbio adotadas pelos diferentes países que a ele retornaram (a Grã-Bretanha retornou ao padrão ouro com a libra valorizada e a França com o franco desvalorizado)<sup>24</sup>; (c) a impossibilidade da Grã-Bretanha continuar exercendo seu papel de liderança e a relutância dos Estados Unidos em fazê-lo, como quer Kindleberger, ou a erosão da credibilidade no sistema e do espírito cooperativo internacional, como quer Eichengreen.

A conjunção “ou” utilizada na descrição de (c) no parágrafo anterior não é casual, pois Eichengreen explicita enfaticamente suas discordâncias com relação à contribuição de Kindleberger. Este texto, no entanto, tem como objetivo ressaltar os pontos de convergência entre as diferentes interpretações, e entre elas é possível destacar as seguintes:

Em primeiro lugar, a existência de uma assimetria entre as regras seguidas pelos países superavitários (que recebiam ouro) e as pelos deficitários (que perdiam reservas). O regime requeria que na presença de déficits, a política monetária restringisse a oferta de moeda, para que a conseqüente deflação fosse capaz de restaurar o equilíbrio da balança comercial, ou a elevação da taxa de juros pudesse recuperar a entrada de divisas. No entanto, os países superavitários não ficavam sujeitos à mesma regra (que requeria medidas no sentido inverso, inflacionando a economia através da elevação da oferta de moeda e/ou redução da taxa de juros), o que permitia que

<sup>22</sup> O padrão ouro clássico, vigente entre 1870 e 1914 foi praticamente abandonado durante a I Guerra Mundial, tendo sido retomado de forma modificada (padrão ouro-câmbio) a partir de 1925, mas por pouco tempo. As principais referências são Eichengreen (1992, 1996) e Kindleberger (1973). Ver o Anexo I.

<sup>23</sup> Ver Mazzucchelli (2009). Especificamente sobre as reparações, Hobsbawm relata que “levaram a intermináveis debates, crises periódicas e acordos sob os auspícios americanos, pois os EUA, para o desprazer de seus ex-aliados, queriam relacionar a questão da dívida alemã com eles às dívidas deles com Washington. Estas eram quase tão absurdas quanto as somas exigidas dos alemães, que equivaliam a uma vez e meia todo o produto nacional bruto do país em 1929; as dívidas britânicas com os EUA equivaliam à metade do produto nacional bruto da Grã-Bretanha; as dívidas francesas a dois terços” (p. 102). Estas longas e complexas negociações, segundo Kindleberger (1973, pp. 27-39) afetaram o processo de retorno ao padrão ouro.

<sup>24</sup> Como mostra a tabela reproduzida no Anexo I, entre 1919 e 1937, nem todos os cinquenta e quatro países listados adotaram o padrão-ouro, alguns seguiram o padrão prata ou outros regimes. Mesmo na chamada era clássica, o sistema não era totalmente homogêneo, como mostra o mesmo autor em *Globalizing Capital* (p. 21).

acumulassem reservas, desvirtuando o mecanismo que equilibraria as finanças internacionais. A situação seria ainda pior se as nações superavitárias adotassem medidas monetárias restritivas. Foi justamente o que aconteceu quando os Estados Unidos, superavitários no final da década de 1920, e detentores (junto com a França) de mais de 60% do estoque de ouro mundial, elevaram a taxa de juros para combater a especulação financeira. O Banco da França, por sua vez, tinha impedimentos de caráter legal para adotar políticas expansionistas.

Em segundo lugar, está a composição das reservas internacionais: uma das características que diferenciam o padrão ouro clássico do padrão câmbio-ouro é que neste as reservas internacionais podiam ser compostas por ouro e moedas conversíveis em ouro. Isto significa que ao surgir a expectativa de desvalorização da moeda conversível, os países que detinham essa moeda em suas reservas procuravam desfazer-se delas, trocando-as por ouro. A situação era tanto mais grave quanto menores eram os lastros que sustentavam a conversibilidade (o chamado sistema fracionário). Nestas condições, um problema de liquidez se transformava facilmente em problema de solvência. Foi justamente a especulação contra a libra que levou a Grã-Bretanha a abandonar o padrão câmbio-ouro em 1931.

A fragilidade do padrão câmbio-ouro também está associada ao crescimento de movimentos populares (principalmente sindicatos de trabalhadores) no pós I Guerra Mundial, que passaram a pressionar os *policy-makers* e a chamar a atenção para os problemas econômicos domésticos. Isso dificultava, quando não impedia, a gestão da política macroeconômica em função exclusiva da manutenção da taxa de câmbio, já que as autoridades tinham que atender demandas que eram muitas vezes inconsistentes com um regime de câmbio fixo.

Este arranjo institucional, quando aplicado ao processo descrito por Frieden (2006), tornou as condições internacionais extremamente vulneráveis ao que ocorria no mercado de títulos norte-americano. Como já se mencionou, Frieden considera que o boom da bolsa, ao reduzir a saída de dólares, e ao mesmo tempo repatriar os que estavam no exterior e atrair capitais estrangeiros ao mercado norte-americano transformou a recessão externa aos EUA numa crise, pois a reação dos governos estrangeiros foi a elevação da taxa de juros (na expectativa de atrair os capitais de volta) e a imposição de medidas econômicas austeras sobre os salários (na expectativa de tornar seus produtos mais competitivos no comércio internacional). A situação agravou-se com a decisão do FED de elevar a taxa de juros, e tornou-se um desastre após a crise de Wall Street em 1929.



## Conclusão

A bibliografia consultada indica que a queda da bolsa em 1929 foi um episódio que não pode assumir isoladamente a responsabilidade pela grande depressão da década de 1930. É fundamental considerar os arranjos institucionais prevalecentes bem como os fatores econômicos e políticos postos em marcha tanto nos Estados Unidos quanto na Europa - antes mesmo do colapso financeiro - para que se possam compreender os efeitos dos eventos em Wall Street em setembro de 1929 ao longo da década seguinte.

É possível, portanto, começar a responder às duas primeiras perguntas propostas neste texto: existe efetivamente uma relação entre a quebra da bolsa em 1929 e a grande depressão da década de 1930. A relação, no entanto, é extremamente complexa, e envolve inúmeras inter-relações e realimentações recíprocas. Não por outra razão, este período histórico continua sendo intensamente pesquisado por historiadores, economistas, cientistas políticos e demais especialistas de áreas afins. Significa também que as duas crises financeiras (a de 1929 e a atual) têm pouca coisa em comum, exceto o que costuma caracterizar qualquer crise financeira: “episódios de volatilidade no mercado financeiro, marcados por problemas significativos de liquidez e solvência entre os participantes deste mercado e/ou pela intervenção das autoridades para conter estas consequências.” (Bordo et al, 2001, p. 55). Os autores que fornecem esta definição genérica comparam crises ao longo de 120 anos, e são eles próprios que alertam sobre a necessidade de agrupá-las em períodos, já que cada um deles (1880-1913; 1919-1939; 1945-1971; 1973-1999) representa uma era distinta no que diz respeito aos regimes monetários, à taxa de câmbio, ao fluxo de capitais e aos marcos regulatórios.

Esta conclusão é ainda parcial e preliminar, pois o tema é extremamente complexo. Os argumentos esboçados neste texto – que não tem a intenção de esgotar o tema - compõem uma ampla agenda de pesquisa que sugere uma hipótese de trabalho: a de que as diferentes contribuições não são necessariamente nem totalmente excludentes, ainda que se originem de concepções teóricas divergentes.

## Bibliografia

- BERNANKE, B. S. (1983) Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, v. 73, n. 3, pp. 257-276.
- BERNANKE, B. S. (1995) The Macroeconomics of the Great Depression: a comparative approach. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, n. 1, pp. 1-28
- BERNANKE, B. S. (2002) *Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Conference to Honor Milton Friedman*. University of Chicago, Chicago, Illinois November 8, 2002
- BERNSTEIN, M. A. (1987) *The Great Depression: delayed recovery and economic change in America, 1929-1939*. Cambridge: Cambridge University Press
- BORDO, M. D. (1986) Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidence: 1870-1933. In CAPIE, F. & WOOD, G. (1986) (eds.) *Financial Crises and the World Banking System*, Macmillan: London, pp 191-248.
- BORDO, M. D; EICHENGREEN, B.; KLINGEBIEL, D. & MARTINEZ-PERIA, M. S. (2001): Is the Crisis Problem Growing More Severe?. *Economic Policy*, v. 16, n. 32, pp. 53-82.
- CALOMIRIS, C. W. (2007). Bank Failures in Theory and History: The Great Depression and Other 'Contagious' Events. NBER Working Paper n. 13597. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w13597>
- EICHENGREEN, B. J. (1992) *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York: Oxford University Press.
- EICHENGREEN, B. J. (1996) *Globalizing Capital – a history of the International Monetary System*. Princeton University Press
- EICHENGREEN, B. J. (2008) Origins and Responses to the Current Crisis. Institute for Economic Research, University of Munich, CESifo Forum no. 4, pp. 6-11. Disponível em <http://www.ifo.de/DocCIDL/forum4-08-focus2.pdf>
- ESLAKE, S. (2008) Some reflections on the differences between recessions and depressions. Australia and New Zealand Banking Group Limited Documents Disponível em <http://www.anz.com/corporate/publications-guides-studies/speeches-articles-presentations/>
- FISHER, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica*, v. 1, n. 4, p.377-57.
- FRIEDEN, J. A. (2006) *Capitalismo Global – História Econômica e Política do Século XX*, Rio de Janeiro: Zahar.
- FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A. J. (1965) *The Great Contraction, 1929-1933*, Princeton, N.J.: Princeton University Press
- GALBRAITH, J. K. (1997) *The Great Crash, 1929*. Houghton Mifflin Harcourt

- GORDON, R. J & WILCOX, J. A. (1978). Monetarist interpretations of the Great Depression – an evaluation and critique. National Bureau of Economic Research. Working Paper n. 300. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w0300.pdf>
- HOBBSBAWM, E. (1994) *A Era dos Extremos – o breve século XX – 1914-1991*. São Paulo: Cia das Letras.
- KINDLEBERGER, C. P. (1973) *The World in Depression, 1929-1939*. University of California Press.
- MAZZUCHELLI, F (2009) *Os anos de chumbo – economia e política internacional no entreguerras*. São Paulo: Editora Unesp/Facamp
- MCGRATTAN, E. R. & PRESCOTT, E. C. (2001) The Stock Market Crash of 1929: Irving Fisher Was Right! NBER Working Paper No. W8622. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w8622.pdf>
- MINSKY, H.P. (1963). Can “It” Happen Again? In CARSON, D. (1963) (ed) *Banking and Monetary Studies*, Illinois: Richard Irwin, pp. 101-111.
- MINSKY, H. P. (1980): Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles. In MINSKY, H.P. (1982) *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, New York: M.E. Sharpe, pp. 14-58.
- NOGUEIRA, D. (2009) Oitenta anos depois da crise de 1929, efeitos menos profundos e novos erros. *O GLOBO*, Caderno de Economia, 18/10/2009, p. 30
- PARKER, R. E. (2002) *Reflections on the Great Depression*, Cheltenham: Edward Elgar
- PARKER, S. (2009) *O Crash de 1929 – As lições que ficaram da grande depressão*. São Paulo: Globo
- ROMER, C. D. (1990). The Great Crash and the Onset of the Great Depression. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 105, n. 3, pp. 597-624.
- ROMER, C. D. (1998) Discussion [of Temin’s The Causes of American Business Cycles: An Essay in Economic Historiography]. In FUHRER, J. C. & SCHUH, S. (eds.) (1998) *Beyond Shocks*. Boston: Federal Reserve Bank, pp. 60-64.
- SMITH, M. (2001) *Toward Rational Exuberance: The Evolution of the Modern Stock Market*. Farrar Straus Giroux.
- TEMIN, P. (1991). *Lessons from the Great Depression*. MIT Press.
- TEMIN, P. (1998) The Causes of American Business Cycles: An Essay in Economic Historiography. In FUHRER, J. C. & SCHUH, S. (eds.) (1998) *Beyond Shocks*. Boston: Federal Reserve Bank, pp. 37-59.

Table 7.1. The Years Fifty-Four Nations Were on the Gold Standard, 1919-37

Nation	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	Type
1 Argentina									X	X	X									C
2 Australia									X	X	X									C
3 Austria					X	X	X	X	X	X	X									Ex
4 Belgium							X	X	X	X	X			X	X	X	X			B
5 Bolivia										X	X									Ex
6 Brazil									X	X	X									Ex
7 Bulgaria									X	X	X									Ex
8 Canada								X	X	X	X									Ex
9 Chile								X	X	X	X			X						S
10 China										X	X									C
11 Colombia					X	X	X	X	X	X	X			X						Ex
12 Costa Rica				X	X	X	X	X	X	X	X			X						C
13 Cuba	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X						Ex
14 Czechoslovakia								X	X	X	X									B
15 Denmark									X	X	X									Ex
16 Ecuador									X	X	X			X						Ex
17 Egypt							X	X	X	X	X									Ex
18 Estonia									X	X	X									Ex
19 Finland								X	X	X	X									B
20 France									X	X	X			X	X	X	X	X		Ex
21 Germany						X	X	X	X	X	X									Ex
22 Greece									X	X	X									Ex
23 Guatemala						X	X	X	X	X	X			X	X					Ex
24 Honduras <sup>1</sup>										X	X			X	X	X				Ex
25 Hungary							X	X	X	X	X									Ex
26 India									X	X	X									B
27 Italy									X	X	X			X	X	X	X	X		Ex
28 Japan										X	X									C
29 Lithuania				X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	X			Ex
30 Mexico							X	X	X	X	X			X	X	X	X			C
31 Netherlands							X	X	X	X	X			X	X	X	X	X		C
32 Netherlands East Indies							X	X	X	X	X			X	X	X	X	X		C
33 New Zealand							X	X	X	X	X									Ex
34 Nicaragua	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X									Ex
35 Norway										X	X									B
36 Panama	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	Q	Q	Q	Q	Ex
37 Peru	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	Q	Q	Q	Q	Ex
38 Philippines										X	X			X	X	X	X	X		Ex
39 Poland									X	X	X			X	X	X	X	X		Ex
40 Portugal										X	X									Ex
41 Romania										X	X			X						Ex
42 Salvador		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X									Ex
43 Siam										X	X			X						Ex
44 Spain										X	X									C
45 Sweden						X	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X		Ex
46 Switzerland							X	X	X	X	X									C
47 Turkey										X	X			X						B
48 Union of South Africa							X	X	X	X	X									C
49 United Kingdom							X	X	X	X	X									B
50 United States	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	Q	Q	Q	Q	C
51 Uruguay										X	X			X						Ex
52 U.S.S.R.										X	X									C
53 Venezuela									X	X	X									Ex
54 Yugoslavia													X							Ex

X = Gold standard.

Blank = Paper standard.

S = Silver standard.

Q = Qualified gold standard.

B = Gold-bullion standard.

C = Gold-coin standard.

Ex = Gold-exchange standard.

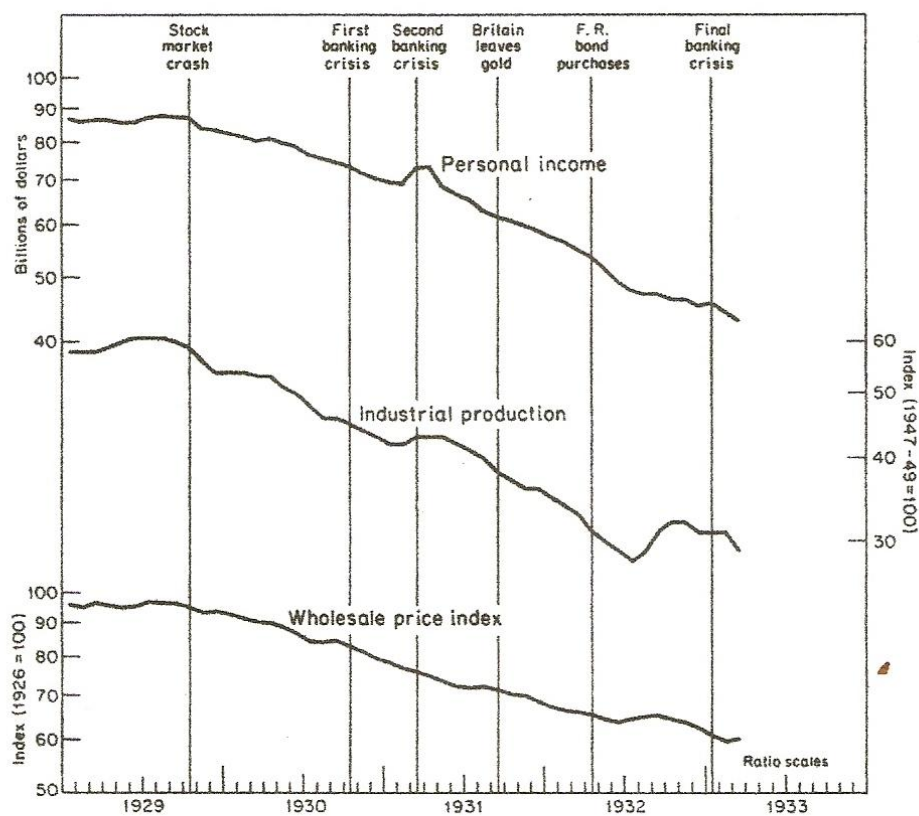
<sup>1</sup> Honduras was on a silver standard up to 1931.

Source: Prepared by Dr. Donald K. Kemmerer, and submitted during hearings on *Gold Reserve Act Amendments*, before a Subcommittee of the Senate Banking and Currency Committee, March 29, 30, 31, and April 4, 1934, pp. 301-302 (83rd Cong., 2d sess., on Bills S.13,2332, 2364, and 2514. U.S. GPO, 1934), as amended by author.

## ANEXO II- Reproduzido de Friedman &amp; Schwartz (1965, p. 18)

FRIEDMAN &amp; SCHWARTZ

FIGURE 3  
Prices, Personal Income, and Industrial Production, Monthly,  
1929-March 1933



SOURCE: Industrial production, same as for Figure 1. Wholesale price index, same as for Chart 62. Personal income, *Business Cycle Indicators* (Princeton for NBER, G. H. Moore, ed., 1961), Vol. II, p. 139.