

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
Instituto de Economia (IE)
Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento
(PPED)

RAUL MURILO CHAVES CURVO

Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema
Capitalista (1873, 1929 e 2008)

RIO DE JANEIRO

2011



Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)
Instituto de Economia (IE)
Programa de Pós-Graduação em
Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (PPED)
Governança e Políticas Públicas (GPP)

Raul Murilo Chaves Curvo

**Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas
do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial a obtenção do título de Doutor em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento.

Sob Orientação do Professor:
Antonio Luis Licha

Coorientação da Professora:
Ana Celia Castro

RIO DE JANEIRO
2011

C981 Curvo, Raul Murilo Chaves

Comparação entre as grandes crises sistêmicas do sistema capitalista (1873, 1929 e 2008) / Raul Murilo Chaves Curvo. – Rio de Janeiro : UFRJ, 2011.

222 p.

Orientador: Professor Doutor Antonio Luis Licha

Coorientadora: Professora Doutora Ana Celia Castro

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, PPED, 2011.

1. Economia. 2. História da economia. 3. Políticas públicas. 4. Crise econômica.

I. Licha, Antonio Luis. II. Castro, Ana Celia. III. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. PPED. III. Título.

CDD. 338.542

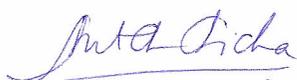
Raul Murilo Chaves Curvo

Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)

Tese submetida ao Corpo Docente do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de **DOUTOR** em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento.

Tese aprovada em 30 / 08 / 2011

BANCA EXAMINADORA



Antonio Luis Licha (Professor Orientador) (UFRJ)

Doutor em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Campinas (1993)



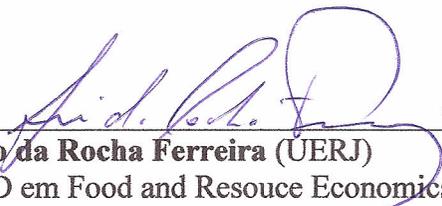
Ana Celia Castro (Professora Coorientadora) (UFRJ)

Doutora em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Campinas (1988)



Alcino Ferreira Camara Neto (UFRJ)

Doutor em Economia pela Universidade Federal Fluminense (2007)



Léo da Rocha Ferreira (UERJ)

PhD em Food and Resouce Economics pela University of Florida (1978)



Rogério Sobreira Bezerra (EBAPE-FGV)

Doutor em Economia da Indústria e da Tecnologia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (2002)

Agosto / 2011

À
Nádia Maria, grande amor e
companheira de toda vida.
Com muito amor.

Agradecimentos

Sou eternamente grato pela ajuda sempre feita dedicação, incentivo, interesse e conhecimento proporcionada pelo meu Professor Orientador Antonio Luis Licha e pela minha Professora Coorientadora Ana Celia Castro, aos quais dedico grande estima e admiração.

Agradeço aos demais membros da Banca Examinadora, composta pelos Professores Alcino Ferreira Camara Neto (UFRJ), Léo da Rocha Ferreira (Coordenador da Pós-Graduação em Economia da UERJ) e Rogério Sobreira Bezerra (EBAPE-FGV), pelas preciosas sugestões.

Aos Professores do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (PPED) e do Instituto de Economia (IE), com especial menção a Eli Diniz, Lena Lavinias, Maria Antonieta, Sol Garson, Maria Lúcia e Silvana, bem como ao Ronaldo Fianni, Antônio Castro e Fábio Erber pelo conhecimento transmitido com dedicação e competência acadêmica.

A experiência de estudar na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) foi imensamente enriquecedora pela oportunidade única de aperfeiçoamento oferecida pelo seu corpo docente de excelência e pelos zelosos funcionários da instituição.

A Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento (PPED) é ainda um curso novo. Fiz parte da primeira turma de doutorado e foi uma experiência gratificante em vários sentidos. Certamente o belo local arborizado, os prédios históricos e o entorno proporcionaram uma vivência das mais agradáveis.

Porém mais importante ainda foi o convívio com meus companheiros de curso, pelos inesquecíveis momentos e pela felicidade de estarmos juntos. Pessoas que passaram de colegas de curso para amigas.

Meu especial agradecimento a amiga Maria Antonieta Pimenta, por sua importante ajuda.

Cumprе salientar que as imperfeições do trabalho são de inteira e exclusiva responsabilidade do autor.

RESUMO

Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)

CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)**. Rio de Janeiro, 2011. Tese (Doutorado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento) - Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011.

Esta tese é um estudo comparativo das grandes crises sistêmicas que abalaram o sistema de produção capitalista em 1873, 1929 e 2008. Procurou-se através da reconstituição histórica examinar as particularidades factuais, institucionais e as soluções implementadas no âmbito das Políticas Públicas, principalmente pela Regulação dos Mercados Especulativos. Também se deu ênfase na busca a cenários monetários e financeiros que estivessem presentes em todos os três eventos.

É certo que cada crise difere da outra, consequência direta de seu tempo histórico que promove sua particularidade. Porém alguns elementos estão sempre presentes e devem contribuir para desencadeá-las.

Palavras-chave: Crises. Crises Sistêmicas. Políticas Públicas. História Econômica.
JEL – H80; JEL – B15

ABSTRACT

Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)

CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)**. Rio de Janeiro, 2011. Tese (Doutorado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento) - Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011.

This thesis is a comparative study of major systemic crises that have rocked the system of capitalist production in 1873, 1929 and 2008. Searched through the historical re-examine the particular factual, institutional and solutions implemented within the framework of Public Policy, mainly by Speculative Markets Regulation. It also gave emphasis on finding the money and financial scenarios to be present in all three events.

It is true that each crisis differs from another, a direct consequence of his time promoting his historical particularity. But some elements are always present and must contribute to trigger them.

Keywords: Crisis. Systemic Crisis. Public Policy. Economic History.
JEL – H80; JEL – B15

Tabelas, Gráficos, Fotos, Figuras e Quadros (na ordem que aparecem)

- Tabela 1: Principais Crises Norte-Americanas de 1797 a 2008 ... 09**
- Tabela 2: O Ciclo de Kondratieff ... 23**
- Tabela 3: Ciclos Economia Norte-Americana (primavera, verão, outono, inverno) ... 23**
- Quadro 1: Os sistemas de equações dos principais modelos representativos da Teoria Geral de Keynes ... 38**
- Gráfico 1: Preços britânicos no atacado (1873 a 1913) ... 55**
- Gráfico 2: Produto Nacional Bruto *per capita* (1869 a 1918) ... 65**
- Foto 1: *Wall Street* – no dia do *Crash*, quinta-feira negra ... 88**
- Foto 2: A Corrida Bancária ... 95**
- Gráfico 3: Volume do PIB de alguns países entre 1921 e 1939 ... 97**
- Tabela 4: Investimentos de alguns Países de 1925 a 1938 (em % ao PIB) ... 97**
- Gráfico 4: Preços Agrícolas (1928 a 1935) ... 102**
- Gráfico 5: Taxa de Desemprego nos Estados Unidos (1910 a 1960) ... 117**
- Foto 3: Desempregados em fila ... 117**
- Figura 1: *Blue Eagle* ... 119**
- Tabela 5: Estatísticas Básicas Estados Unidos (1929 a 1940) ... 122**
- Gráfico 6: Produto Interno Bruto Estados Unidos (1920 a 1940) ... 123**
- Gráfico 7: Emprego Estados Unidos (exclui WPA) (1920 A 1940) ... 124**
- Tabela 6: Desemprego (% da população ativa) ... 124**
- Gráfico 8: Déficit Público como % do PIB, Estados Unidos (1929 a 1950) ... 125**
- Tabela 7: Principais Programas de Ajuda Governamental (1936 a 1941) ... 127**
- Gráfico 9: NASDAQ Composite (1970 a 2007) ... 151**
- Gráfico 10: NASDAQ Composite (2006 a 2010) ... 151**
- Gráfico 11: Preços das Residências nos Estados Unidos entre 1890 e 2009 ... 157**
- Gráfico 12: Renda Familiar, Preços Imóveis e Índice de Aluguel EUA (2000=100) ... 158**
- Gráfico 13: Encerramento do inventário no fim do trimestre, 2002-2008 por tipo de empréstimo (EUA) ... 159**

Securitização Subprime (Balço Patrimonial Simplificado) (Esquema 1) ...	170
Securitização Subprime (Balço Patrimonial Simplificado) (Esquema 2) ...	171
Securitização Subprime (Balço Patrimonial Simplificado) (Esquema 3) ...	172
Securitização Subprime (Balço Patrimonial Simplificado) (Esquema 4) ...	173
Gráfico 14: Balço do <i>Federal Reserve Bank</i> (julho 2007 – março 2009) ...	182
Gráfico 15: TED Spread (dez. 2005 a dez. 2008) ...	184
Gráfico 16: TED Spread (dez. 2005 a dez 2009) ...	185
Gráfico 17: Taxas do Mercado Interbancário <i>Libor</i> (jan. 2008 a out. 2009) ...	185
Gráfico 18: Taxas básicas praticadas pelos maiores Bancos Centrais ...	188
Gráficos 19: Índice <i>Dow Jones Industrial Average (DJIA)</i> (10 anos) ...	189
Gráficos 20: Índice <i>Dow Jones Industrial Average (DJIA)</i> (5 anos) ...	189
Gráficos 21: Índice <i>Dow Jones Industrial Average (DJIA)</i> (3 anos) ...	190
Gráficos 22: Índice <i>Dow Jones Industrial Average (DJIA)</i> (1 ano) ...	190
Gráfico 23 a 25: Taxa de desemprego nos Estados Unidos ...	191
Gráfico 26: Taxa de Desemprego e Desemprego Efetivo nos Estados Unidos ...	193
Gráfico 27: Mudanças Médias Mensais no Emprego EUA (2006 – 2009) ...	194
Gráfico 28: PIB trimestral real anualizado dos EUA ...	195
Gráfico 29: Produção Industrial nos Países Avançados ...	197
Gráfico 30: Produção Industrial nas Economias Emergentes ...	198

Sumário

Capítulo I – Introdução ... 01

I-1 – Metodologia ... 02

I-2 – Conceitos Básicos ... 05

Capítulo II – Interpretações sobre as Crises ... 16

II-1 - Contemporâneos década de 1930 – debate sobre a depressão ... 21

II-1.01 - Joseph Schumpeter ... 21

II-1.02 - Carl Snyder ... 25

II-1.03 - Irving Fisher ... 27

II-1.04 - O Liberalismo Reformista Norte-Americano ... 29

II-1.05 - John Maynard Keynes ... 31

II-2 – Não Contemporâneos ao debate da década de 1930 ... 39

II-2.01 - Milton Friedman e Anna Schwartz ... 39

II-2.02 - Charles P. Kindleberger ... 43

II-2.03 - Karl Polanyi ... 45

II-2.04 – Minsky ... 48

Capítulo III – Uma breve história das crises financeiras sistêmicas ... 54

III-1 - A Crise de 1873 - O Pânico de 1873 e a Mais Longa Depressão ... 54

III-1.01 - As Origens ... 54

III-1.02 - O Cenário Norte-Americano ... 63

III-1.03 - Considerações sobre a crise de 1873 ... 72

III-2 - A Crise de 1929 ... 75

III-2.01 – Antecedentes ... 75

III-2.02 - Dos Fatos ... 77

III-2.03 - O Cenário Institucional ... 81

III-2.04 - Rumo a Quinta-Feira Negra e a Terça-Feira Negra - A Hora do Pânico ... 84

III-2.05 - A Transmissão - Dos Ativos Financeiros aos Ativos Reais ou do Grande Colapso à Grande Depressão ...	91
III-2.06 - <i>New Deal</i> ...	98
III-2.07 - Considerações sobre a crise de 1929 ...	116
III-3 - A Crise de 2008 ...	120
III-3.01 – Antecedentes ...	120
III-3.02 - O <i>crash</i> do mercado de ações de 1987 ...	131
III-3.03 - O grande colapso das hipotecas residenciais em 1994 ...	134
III-3.04 - A bolha especulativa “ponto.com” iniciada em 1996 ...	137
III-3.05 - A crise do <i>Long-Term Capital Management (LTCM)</i> de 1998 ...	140
III-3.06 - A Década de 2000 e o desencadear da Crise Sistêmica de 2008 ...	143
III-3.07 - Securitizações de Hipotecas Residenciais “<i>Subprime</i>” ...	153
III-3.08 - Processo de Securitização de Dívidas ...	155
III-3.09 - O Pânico Financeiro de 2008 ...	162
III-3.10 - <i>Rescue, Rebalance and Rebuild</i> – Os três “R” de Obama ...	188
III-3.11 - A Regulação Financeira Norte-Americana de 2010 ...	193
III-3.12 - Considerações sobre a crise de 2008 ...	197
Capítulo IV- Conclusão (Comparações e Lições) ...	199
Anexo I - - <i>Dow Jones Industrial Average – DJIA</i> ...	213
Referências Bibliográficas ...	215

Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)

Capítulo I – Introdução

Inicialmente esperava dar continuidade à minha dissertação de mestrado (2006) em Economia, realizado na UERJ, sobre a questão do déficit público brasileiro. Entretanto o excessivo otimismo que marcou o período de 2007/2008, com as Bolsas Mundiais em grande desempenho, e o preço do barril de petróleo elevando-se sem fim, indicava o que os economistas denominam de bolha especulativa. Então, o estudo das flutuações e das crises tornou-se tema de elevado interesse.

Outra questão enfrentada foi a necessária demarcação do objeto da tese. Tinha interesse em estudar, por meio da reconstituição histórica, as causas das crises sistêmicas, examinando suas particularidades factuais e institucionais bem como as soluções implementadas no âmbito das políticas públicas, principalmente as providências para efetiva regulação dos mercados especulativos.

Concluí que esta tese tenta responder à seguinte questão:

Quais são as diferenças e semelhanças entre as grandes crises sistêmicas?

É certo que cada crise possui suas particularidades, sua história, seu tempo, seus personagens, suas dificuldades e soluções. As semelhanças são poucas, porém fundamentais para entendermos os processos que desencadeiam as crises sistêmicas, tais como a formação de bolha especulativa e seu *crash* com pânico, a contração do crédito, entre outros.

Entretanto, o entendimento da crise sistêmica, no presente caso, tem por finalidade estabelecer a necessidade das políticas públicas como mecanismo para evitar sua formação, por meio da regulamentação dos mercados especulativos e pela implantação de ações promovidas pelo Estado visando à melhoria das condições econômicas e sociais em cenários muito adversos.

É certo que o Estado pode atuar ou intervir tanto de maneira direta, por meio dos programas de cunho econômico-social, bem como de forma indireta, regulando ou normatizando as atividades que possam promover riscos sistêmicos.

I-1- Metodologia

Quanto à metodologia, o trabalho foi dividido e estruturado em 4 (quatro) capítulos, que resumidamente estão descritos a seguir:

O primeiro capítulo (Introdução) tem por objetivo apresentar o problema, definindo os principais conceitos básicos, a tipologia das crises, a noção resumida de ciclo econômico, o mecanismo da alavancagem do crédito na formação da bolha especulativa e a função do Governo como emprestador em última instância em contraponto à visão de autorregulação do mercado.

Também apresenta as duas grandes linhas mestras no tratamento das Grandes Crises, sendo a primeira linha que interpreta a crise como causada por fenômenos monetários e a segunda linha que advoga uma interpretação das razões da extensão da crise ou do seu caráter internacional.

O segundo capítulo (Interpretações sobre as Crises) visa verificar o pensamento de alguns grandes autores sobre seu entendimento da Grande Depressão. Entretanto algumas considerações necessitam ser feitas:

Em primeiro lugar, deve-se considerar que, em relação a cada autor, por razão de economicidade e interesse, só foi retirado uma pequena parcela de sua contribuição no que se refere ao tratamento da Grande Depressão ou de outra ideia central de funcionamento do sistema econômico. A obra de cada um deles é, em geral, imensa e certamente apresentar apenas uma pequena parte de cada contribuição trata-se de uma simplificação.

Em segundo lugar, importa destacar que a escolha recaiu sobre alguns daqueles que, além de conhecidos e geralmente citados, apresentaram ideias antagônicas no debate a respeito da Grande Depressão, tais como: i) a defesa do mercado autorregulado (Joseph Schumpeter, Milton Friedman), ii) os que defendiam a intervenção em diferentes graus do Estado na economia (Carl Snyder, Irving Fisher, Liberalismo Reformista Norte-Americano, John Maynard Keynes), iii) a visão internacionalista da crise (Charles P. Kindleberger) e iv) a visão sistêmica e volátil do capitalismo (Karl Polanyi e Minsky).

Por fim, o capítulo foi dividido em duas partes (Contemporâneos da década de 30 e Não Contemporâneos), apenas com o intuito de se estabelecer uma cronologia. Dessa forma as principais visões estão representadas, contribuindo para o entendimento da trajetória histórica da formação e solução de cada crise estudada no capítulo seguinte.

O terceiro capítulo (Uma breve história das crises sistêmicas), dividido em três subpartes, remete à reconstituição do momento histórico de cada crise sistêmica (1873, 1929 e 2008), quando se procura recuperar o cenário econômico e institucional presente em cada época estudada. A estrutura de cada reconstituição histórica é composta por fatos que antecedem a crise, pela formação da crise sistêmica e seu desenrolar, pela apresentação das

principais ideias vigentes e pelas soluções implementadas. Os antecedentes da crise de 1873, por exemplo, estão localizados nas dificuldades enfrentadas pelo sistema bimetalico ocorridas na década de 1860. Porém apenas com promulgação do *Federal Reserve Act* de 23 de dezembro de 1913, após diversas crises financeiras, é que se constituiu base regulatória mais adequada ao funcionamento do sistema bancário Norte-Americano.

Por sua vez, os antecedentes da crise de 1929 estão localizados no início da década de 20 e sua completa superação ocorrerá apenas em 1941, apesar das inúmeras políticas públicas implantadas pelo *New Deal* desde 1933.

Já os antecedentes da crise de 2008 estão localizados na longa desmontagem da regulamentação bancária, cujo marco pode ser encontrado em 1999, na revogação da Lei *Glass-Steagall* de 1933 (também chamada de *Banking Act*) que proibia, entre outros, que os bancos comerciais e de investimentos subscrevessem valores mobiliários de empresas privadas.

O quarto capítulo (Conclusão: Comparações e Lições) reflete a trajetória percorrida ao longo do trabalho. Procurou-se, por meio das semelhanças entre as crises de 1873, 1929 e 2008, justificar a necessidade da regulação dos mercados movidos a crédito fácil e alavancado, observando-se, porém, assim como previa Minsky (1982), que se trata de uma luta incessante entre o regulado, que procurará maneiras de minimizar os efeitos da normatização, principalmente por meio de inovações financeiras, e do regulador, tentando conter a formação de um cenário de especulação sem controle.

I-2 - Conceitos Básicos

A literatura econômica é abundante no que se refere às crises econômicas. Produziu-se grande quantidade de textos sobre as crises durante a década de 30 do século passado e pouco delas se falou entre 1945-1973, pois nesse período os sistemas econômicos capitalistas não foram seriamente afetados. Apenas com a recessão mundial de 1974-75 e as instabilidades da década dos 80, o interesse sobre o tema “crises financeiras” e “bolhas especulativas” reviveu.

Com o pânico financeiro iniciado em setembro de 2008, o noticiário econômico e os debates, em razão da magnitude e importância do assunto, estavam voltados para o entendimento das motivações que levaram a um novo *crash* financeiro, semelhante em alguns aspectos ao de 1929.

O questionamento inicialmente voltou-se para quais políticas deveriam ser adotadas para o enfrentamento do problema em âmbito local por cada governo e para que mecanismos permanentes poderiam ser adotados em termos mundiais.

Então quando observamos a história financeira mundial, pode-se deduzir que as crises são recorrentes, praticamente uma rotina, diferindo, vale dizer, em grandeza, duração, frequência, origem (financeira, bancária ou real) e tipologia (acionária, imobiliária, etc.). Entretanto, para focarmos o trabalho, devemos estabelecer como parâmetro balizador do estudo aquelas que os autores definem como as grandes crises sistêmicas que atingiram de maneira global a produção capitalista ¹: especificamente as de 1873, 1929 e a atual, iniciada em 2008.

¹ A crise de 1987 é considerada por alguns como pertencente ao rol das grandes crises, porém apesar de sua força, foi com rapidez controlada, aumentando, infelizmente, a crença que as grandes crises semelhantes à de 1929 não poderiam mais se repetir.

Deve logo ficar evidente que as grandes crises sistêmicas que afligiram e a que atualmente aflige o sistema capitalista de produção foram sempre gestadas, até o momento, no centro do sistema, os Estados Unidos. Aparentemente, só ele possui a capacidade de produzir tamanha transmissão, os outros países, por mais poderosos que possam parecer, possuem apenas força de gerar desequilíbrios locais, regionais ou mundiais bem mais leves.

Simplificadamente e apenas para fins didáticos, as crises podem apresentar um dos três desenhos básicos, apesar de cada crise poder ter uma configuração combinada que lhe seja própria:

- Em **U** – A economia desacelera lentamente e depois se recupera lentamente.
- Em **V** – A economia desacelera rapidamente, porém se recupera rapidamente. Não devemos esquecer que uma crise em forma de **V** pode virar em um **W**, caso os problemas estruturais não venham a ser enfrentados e dirimidos.
- Em **L** – A economia despenca (podendo conter cenário de pânico) e se mantém em baixo nível de atividade por período relativamente longo. A recuperação é difícil, principalmente depois de instaurada a depressão ou grande recessão econômica. É o formato da crise de 1929.

Devemos também definir ² alguns dos termos usuais quando tratamos das crises econômicas:

- Bolha (*Buble*) – os preços de determinados ativos crescem de forma abrupta e excessiva, associado a um processo especulativo.

² Kindleberger entra em detalhes sobre definição de termos. KINDLEBERGER, C.P. **Manias, Pânico e Crashes** – Um histórico das crises financeiras, 2000, p. 15-27.

- Estouro da Bolha (*Crash*) – é a queda ou colapso dos preços dos ativos que formavam a bolha. Não devemos confundir *crash* com recessão ou depressão econômica. Pode haver um *crash* e seus efeitos ficarem razoavelmente localizados e não se transmitirem para a economia como um todo.
- Pânico (*Panic*) - fuga de ativos considerados de alto risco para ativos que se acredita mais seguros.

Por exemplo, em outubro de 1929, os acionistas da bolsa de Nova Iorque entraram em pânico vendendo suas ações a qualquer preço (provocando o *crash* da bolsa) e posteriormente o pânico se espalhou pelos correntistas que correram para os bancos na tentativa de salvar seus depósitos (corrida bancária em 1930). A depressão na economia (1930-1933) se instaurou em razão da perda da confiança dos empresários em seus negócios e das falências daí decorrentes.

Devemos ressaltar que as crises sistêmicas de 1873, 1929 e 2008 são de magnitude rara, estando ligadas a uma série de fatores políticos, institucionais, econômicos, sociais próprios e conjugados, acompanhados pelos cenários depressivos caracterizados pelas falências empresariais, forte aumento da taxa de desemprego, redução do comércio exterior e instabilidade social e política. Porém, as cíclicas expansões e contrações da economia capitalista são insuficientes para explicar esses raros momentos, que acontecem por sucessão de eventos sobrepostos que provocam seu agravamento.

Os ciclos econômicos são alterações na dinâmica da atividade da economia capitalista, que se manifestam por períodos de aceleração ou de redução da taxa de crescimento da produção, emprego e lucros. A ideia de ciclo econômico está voltada, à semelhança dos ciclos

biológico e natural, à repetição da expansão e da contração da economia em intervalos aproximadamente regulares em curto, médio e longo prazo, como por exemplo, os de Kitchin (39 meses), Juglar (oito anos), Kuznets (29 anos) e Kondratieff (50-60 anos).

Deve-se entender o ciclo econômico não como curva senoidal exata, mas como uma tendência do que pode se repetir no tempo.

Por não estarem vinculadas a ciclos e por estarem em pontos fora da curva, as graves crises sistêmicas são em geral não previstas. O que acontece na prática é que as lições são esquecidas, as decepções da memória esvanecidas pelo tempo e a propensão à especulação retorna com força tão logo se configura oportuno.

Aparentemente não há formação de crises financeiras, sejam essas graves ou sistêmicas, sem um quadro especulativo que a anteceda. Para complicar, a teoria econômica, produzida no Século XIX, explicava o mundo econômico com a certeza da racionalidade econômica dos agentes. Se por um lado as crises eram usuais ou cíclicas (ciclos de negócios), por outro não tinham capacidade de abalar o sistema, pois a crença compartilhada era de que o sistema se autorregulava.

O nível da crença na infalibilidade das leis de mercado e na sua autorregulação, por meio da poderosa mão invisível, iria inibir a criação de um aparato institucional e mecanismos de governança que pudessem evitá-las ou produzir reação condizente e rápida ao enfrentamento das crises.

Portanto quando surgisse uma crise, não havia nada de muito importante a fazer, além de baixar a carga tributária e promover alguma política social anticíclica, para apenas esperar que as forças de mercado levassem a economia novamente ao pleno emprego. Quanto mais livres essas forças, mais rápido e melhor seria o resultado.

A seguir, uma tabela que mostra as principais crises norte-americanas (pânico, depressão e grande depressão):

Tabela 1: Principais Crises Norte-Americanas de 1797 a 2008.

Presença de depressão / recessão / Pânico	Datas	Duração	Primeira área econômica afetada	Recuperação da bolsa após início da depressão / recessão / Pânico
Pânico de 1797	1797 - 1800	3 anos	Comércio e Imobiliário	NA
Pânico de 1819	1819 - 1824	5 anos	Falências Bancárias	NA
Pânico de 1837	1837 - 1843	6 anos	Falências Bancárias e Colapso da Moeda	NA
Pânico de 1857	1857 - 1860	3 anos	Ferrovias e Imobiliário	NA
Pânico de 1873 e Depressão Global	1873 - 1879	6 anos	Falências Bancárias, Depressão Global (Inglaterra 1873-1896)	NA
Pânico de 1893	1893 - 1896	3 anos	Ferrovias, Bolsa e Ouro	1905 – excedeu o nível de 1899 e 1901, mas não pôde ser sustentado.
Pânico de 1907	1907 - 1908	Um ano	Falências Bancárias causadas por novos instrumentos financeiros	1915 - Perto do nível de 1909.
Grande Depressão	1929 - 1939	10 anos	Crash da Bolsa, Corridas Bancárias e Falências Bancárias, Protecionismo	1954 (apenas em)
Recessão de 1937	1937 - 1939	2 anos	Repique da depressão, já sob o <i>New Deal</i>	1954
Crise do petróleo	1973 - 1975	2 anos	Quadruplicação dos preços do petróleo, Inflação (Guerra do Vietnã)	1983
Pânico de 1987 Recessão (1990-91)	1987	4 anos	Crise do dólar e Imobiliário	1991 - Ultrapassou o nível de 1990, mas não pôde ser sustentado.
Bolha dot.com	2001 - 2003	2 anos	Bolha Dot.com (<i>crash</i> 11/9/2000) e Escândalos contábeis	Ultrapassou em 2006-2007, mas foi incapaz de manter o nível.
Pânico de 2008	2008 -	?	Imobiliário, Falências Bancárias, Recessão	?

Fonte: NBER (*The National Bureau of Economic Research*)

Porém, as grandes crises, que desencadeiam pânico, não são corrigidas pelas livres forças de mercado. Não sendo previsível seu início, apesar de indícios eventualmente sentidos, elas advêm como uma avalanche, provocadas aparentemente por um único evento que desencadeia todo o processo.

O término também não é certo, podendo seus efeitos propagarem-se pelo sistema econômico de forma duradoura e profunda. Segundo autores como Charles P. Kindleberger (2000), as grandes crises (*crashes*) são consequência de “Bolhas Especulativas” e essas são formadas por manias especulativas dos agentes.

Talvez “mania”³ não seja a melhor denominação. Talvez seja mais adequado, por falta de melhor termo, chamá-la de “propensão à especulação”, pois essa propensão pode aumentar ou diminuir, dependendo dos cenários econômicos vigentes.

Normalmente os agentes menos avessos ao risco, ou ditos de temperamento financeiro agressivo, é que especulam nos mercados com possibilidade de alta rentabilidade e de alto risco associado, como o mercado acionário. Porém, até os agentes mais avessos ao risco, abandonando seu natural comedimento, são atraídos à especulação, podendo aumentar a formação da “bolha especulativa”.

Um ativo físico, como uma casa, pode ser adquirido para uso ou renda, porém se adquirida visando à revenda é porque se acredita que os preços dos imóveis estão ou tenderão a se valorizar mais do que outros ativos para aquele recurso disponível para investimento.

De forma semelhante, um ativo financeiro também pode ser adquirido para gerar uma renda, por exemplo, por meio da bonificação e distribuição de dividendos de ações ou simplesmente para revenda. Quando a especulação é a regra, no sentido anteriormente apontado, os ativos demandados têm seus preços artificialmente aumentados e a busca muitas

³ A denominação "mania" é usualmente utilizada e aceita.

vezes recai em bens (físicos ou financeiros) de valor ilusório, tal como a absurda febre pelas tulipas na Holanda no século XVII.

A especulação, uma vez disseminada no organismo econômico, passa ter à sua disposição facilidades de créditos direcionados para a transação dos ativos especulados ⁴. Verifica-se ainda o crescimento de fraudes e de esquemas ilegais que objetivam aliviar os incautos de seus recursos e o governo de suas receitas fiscais.

Se a especulação ficar fora de controle, pode-se transmitir de pouco mercados iniciais para a economia do país como um todo, e desse para outros centros financeiros em outros países, como uma espécie de epidemia sem controle.

Os *crashes* da Bolsa de Nova Iorque de outubro de 1929 e de setembro de 2008 se propagaram rapidamente por todo sistema, o que Minsky (1992) denomina *overtrading*. É evidente que a propagação atual é muito mais rápida, em razão do alto grau de globalização e dos sistemas de informação presentes na economia.

Apenas com o intuito de esclarecer, descrevemos o mecanismo da formação das “bolhas especulativas” com o esquema a seguir:

- 1- A economia passa por expansão, que pode ser decorrente de um processo de inovação ⁵ bem-sucedido, gerando lucros extraordinários. Em geral, a atividade financeira especulativa se encontra desregulamentada. Credita-se à desregulamentação parte importante ou até fundamental para o processo de aceleração da economia. Em parte verdadeiro, o ambiente de liberdade favorece os negócios.

⁴ Alavancagem financeira parece estar presente nas “bolhas especulativas”. Podendo ser considerado uma causa primária da expansão das bolhas.

⁵ Ferrovias no século XIX, a indústria automobilística no início do século XX, a globalização (inovações computacionais, internet, etc.) e a engenharia financeira no final do século XX.

- 2- Parte dos lucros auferidos na expansão é direcionada para as aplicações de alta rentabilidade, em geral no mercado financeiro ou imobiliário.
- 3- Os ativos físicos ou financeiros visualizados pelos *insiders* como de rentabilidade promissora são adquiridos para revenda. Os preços desses ativos tendem a subir, confirmando as previsões dos *insiders*.
- 4- Os *outsiders*, acreditando na continuidade de crescimento dos preços dos promissores ativos, começam a comprar. Dependendo da crença e do volume negociado, a “bolha” é formada, ajudada pelo crédito é farto e indiscriminado, tais como nas aplicações na Bolsa em 1929 e nos empréstimos imobiliários na Crise dos *Subprimes* em 2008.
- 5- Em algum momento, os *insiders* passam a considerar que os preços já subiram demasiadamente e começam a se desfazer as suas posições. Os *outsiders* ficam perplexos, abalados em sua crença, pois isto não poderia estar acontecendo. Informações contraditórias surgem de todos os lados, as oscilações fortes de preços ocorrem, aparece o medo e posteriormente o pânico, caracterizado pelo movimento “*de manada*”, e os preços dos ativos especulados desabam ⁶.
- 6- O estouro da “bolha especulativa” é o estopim da crise sistêmica, pois o contágio com o mercado de crédito é praticamente imediato. O motivo é que os financistas, por vários meios de crédito, estão em grande parte tornando possível a alavancagem da especulação financeira. Com a forte queda dos preços, o acúmulo de prejuízos (falências) e a perda da confiança dos investidores, fazem os financistas perceberem o risco de não mais reaverem seus capitais. A atitude dos financistas torna-se defensiva,

⁶ Mesmo que as carteiras de investimentos tenham sido construídas em termos de portfólios eficientes, não resistirão aos riscos sistêmicos de mercado. SHARPE, William F. **Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under conditions of Risk**. Journal Finance, Setembro 1964. P. 425-442.

onde a regra é permanecer líquidos (preferência pela liquidez), e então o crédito escasseia, inclusive o interbancário, gerando a grande contração do crédito.

- 7- Como o sistema produtivo necessita de crédito e esse é (muito) escasso, aliado às baixas expectativas econômicas, a produção entra em queda, com as consequências que lhe são próprias, tais como as falências (inclusive bancárias), o desemprego, aumento da possibilidade de desequilíbrios sociais, diminuição da arrecadação fiscal, crises políticas e outros percalços.
- 8- Apesar de apenas uma pequena parcela da sociedade especular, todos irão pagar direta ou indiretamente pelo desastre, ou seja, lucros foram de caráter privado e agora os prejuízos serão socializados.
- 9- Resta então recorrer ao único ente que não necessita de lucro para existir no longo prazo, não sem consequências cabe dizer. Também conhecido como o ***“Emprestador em Última Instância” - o Governo.***

Chega-se a este ponto porque a racionalidade limitada dos agentes econômicos não antecipou e nem reverteu os desastres, bem como o mercado livre e desregulado não possui atributos para promover uma rápida coordenação ou governança que possa atender aos interesses públicos assimétricos.

Cabe ressaltar que, em razão dos ensinamentos decorrentes da crise de 1929, os Governos em 2008 agiram com relativa rapidez ⁷ injetando gigantescos recursos públicos ⁸ nos seus sistemas financeiros. Tal atuação, mesmo que de forma desorganizada e atabalhoada,

⁷ Para alguns, a falência do *Lehman Brothers*, em 2008, poderia ter sido evitada e o crash financeiro teria sido administrável. Porém há quem discorde, pois o sistema estava minado e outras falências surgiram ao longo do processo causando instabilidade sistêmica.

⁸ Com futuras possíveis consequências deficitárias nas contas públicas, inflacionárias, cambiais e de custos sociais.

evitou um colapso generalizado ainda maior, como ocorrido em 1929, quando o *crash* da Bolsa de Nova Iorque desencadeou, por falta de medidas que contivessem a contração do crédito e a corrida bancária, na Grande Depressão.

Não mais se aguardou demasiadamente a solução “eficiente” de mercado, que em ulterior análise é construído pelas instituições, e essas por normas e pessoas. De qualquer forma, acreditamos que os ensinamentos adquiridos a duras penas na Grande Depressão da década de 30 do século XX foram aparentemente aprendidos.

É importante que se explicita que nem toda “bolha especulativa” gera crises sistêmicas. Muito pelo contrário, essas são raras. A ordem capitalista não tende a terminar por meio de crises econômicas tratáveis. Trata-se do chamado "Momento Minsky", que é o ponto em que se dá a virada da bonança dos mercados financeiros movidos a crédito fácil para o pânico onde ninguém quer emprestar e ativos passam a valer tanto quanto pó.

Explicar as “bolhas especulativas” como fruto da ganância individual e empresarial não deixa de ser uma tautologia. A própria lógica do capitalismo prevê a maximização do lucro como a quintessência da racionalidade, portanto, a busca de lucro crescente está em seu cerne. Como este sentimento é perene no capitalismo, as “bolhas especulativas” tenderão a se repetir sempre que haja condições “propícias”⁹.

Para finalizar esta introdução, recorreremos a Eichengreen (2000), para quem a Macroeconomia da Grande Depressão pode ser tratada em duas grandes linhas mestras.

A primeira linha interpreta a crise como causada por fenômenos monetários, sendo sua estrutura crítica baseada na visão Keynesiana. Está também associada aos estudos dos erros da política econômica doméstica dos EUA para explicar a profundidade e duração da Grande Depressão.

⁹ MINSKY, Hyman. **Can "It" Happen Again** - Essays on Instability and Finance, 1982.

Friedman e Schwartz (1963) apontam a Grande Depressão como o paradigma para a avaliação das políticas públicas norte-americanas, atuando como uma crítica à visão Keynesiana. Esses autores escreveram sobre a história monetária dos Estados Unidos ¹⁰, onde explicam as origens da Grande Depressão em decorrência da errônea política monetária empreendida pelo *Federal Reserve System (Fed)* em relação à oferta exógena de moeda.

Associada principalmente ao nome de Kindleberger (2000), que enfatiza a deficiência do funcionamento do sistema monetário internacional, a segunda linha apresenta uma interpretação das razões da extensão da crise ou do seu caráter internacional tendo, como pano de fundo, os papéis da Inglaterra e dos EUA.

¹⁰ FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna. **A Monetary History of the United States 1867-1960**, 1963.

Capítulo II – Interpretações sobre as Crises

Na Introdução, diferenciamos as crises econômicas entre aquelas que levavam à redução da atividade econômica (recessão) e as que eventualmente podem escorregar para um cenário de depressão ou grande recessão econômica. Enquanto as recessões são cíclicas e até usuais, as sistêmicas são raras e desencadeadas por uma sucessão de danosos eventos, que combinados levam a um ambiente de depressão econômica ou de forte recessão. As depressões econômicas são fenômenos conjunturais importantes, que eventualmente podem conduzir a mudanças estruturais históricas no pensamento e comportamento econômico.

A Crise Sistêmica de 1873 e a Grande Depressão do século XIX que se seguiu não trouxeram mudanças estruturais para a economia mundial. O sistema monetário e o papel do Estado na economia não se alteraram até a década de 30 do século XX. Também as propostas de novas políticas públicas derivadas do debate teórico foram inexistentes.

Porém, a Grande Depressão da década de 30 do século XX levou a grandes mudanças estruturais e essas transformações foram objeto de estudo e acirrados debates acadêmicos que envolveram diversas correntes do pensamento econômico, ao longo do século XX.

Essas mudanças atingiram o âmago das concepções das ideias econômicas, até ali vigentes e sólidas, com implicações de longo prazo na esfera institucional, política, jurídica, econômica e de visão de mundo.

Aparentemente, os acontecimentos desencadeados a partir de setembro de 2008 nos Estados Unidos remeterão a mudanças de caráter estrutural, particularmente no que concerne à regulação dos mercados financeiros globalizados e à atividade bancária.

É importante observar que não seria razoável esperar dos contemporâneos de uma Grande Crise, principalmente nos dias que a antecederam, tivessem a noção exata da dimensão histórica dos eventos que estariam por ocorrer. Atribuir-lhes como erros decisões cujas consequências só poderiam ser conhecidas a longo prazo.

Em 1929, nenhuma projeção econômica *mainstream*, inclusive a produzida pelas prestigiosas Escolas de Yale e Harvard que utilizavam teorias de ciclo para estimação dos indicadores econômicos, foi capaz de antecipar a crise. A gravidade da catástrofe só foi plenamente avaliada ao final de 1930, quando o cenário de crise era então evidente.

Aparentemente, a discussão acadêmica sobre as causas da crise de 1929 só começou a partir de 1931. Como as ideias Keynesianas ¹¹ só foram formalizadas em 1936 com a “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”, a despeito da publicação do “*A Treatise on Money*” em 1933, o debate permaneceu polarizado entre aqueles que não acreditavam na possibilidade de que medidas de política econômica pudessem reverter a situação de depressão da economia e os que acreditavam na possibilidade da reversão do quadro.

A discussão sobre as causas da depressão de 1929 levou as duas principais correntes do pensamento econômico a se enfrentarem. A crise de 1929, na versão neoclássica, estava amparada pela teoria dos “Ciclos de Negócios”, ou pela crença na sua reversão automática. O domínio (*mainstream*) do pensamento neoclássico se estende de 1880 a 1930, quando se coloca em embate com a “Revolução Keynesiana”.

Para Keynes, e seus sucessores, a dinâmica econômica de mercado pode apresentar diversas e até distantes situações de equilíbrio que não a de pleno emprego, sendo este apenas

¹¹ Ressalte-se que as ideias keynesianas já circulavam desde o início dos anos 1930, especialmente entre os jovens economistas do *Federal Reserve Bank (Fed)*.

um caso especial, se bem que possível. Os Keynesianos entendiam que a crise poderia ter causas não monetárias, tais como as flutuações nos níveis de consumo que afetam diretamente a demanda agregada.

Do outro lado, principalmente em reação ao pensamento Keynesiano, formou-se a reação conservadora, ferrenha defensora do mercado autorregulado, representada inicialmente pelos Monetaristas e pela Escola Austríaca, que atribuem duração, extensão e profundidade da crise aos erros cometidos na condução da política econômica. Alegam que as recessões seriam naturalmente revertidas pelos mecanismos automáticos contidos nos mercados desregulados.

A Grande Depressão da década de 1930 se instaurou em decorrência da recessão de 1929, de seus pânicos bancários e de sua transmissão mundial, gerando o maior desemprego conhecido em épocas modernas e em países desenvolvidos. Para enfrentá-la, havia inicialmente o suporte da teoria monetária, com avanços apontados por Fischer (1933), e o outro alicerce representado pela teoria dos ciclos de negócios.

A Macroeconomia moderna é consequência dos estudos para a contenção da Grande Depressão, surgida na década de 1930 e consolidada na década de 1940, como reação ao pensamento neoclássico.

Se o pensamento Keynesiano surgiu para o mundo nas décadas de 1930 e 1940 e dominou o cenário até o início da década de 1980, os debates entre os keynesianos e monetaristas desenvolveram-se fortemente nas décadas de 1950 e 1960.

Com o surgimento das expectativas racionais de Lucas, Sargent e outros, a década de 1980 pode ser considerada um momentâneo deslocamento dos instrumentos keynesianos clássicos de políticas de gestão pública e de desenvolvimento econômico.

A década de 1980 assistiu também ao confronto entre os novos clássicos e os novos keynesianos, com suas novas sínteses teóricas ¹².

Durante a década de 90, o fenômeno da globalização da economia obrigou os países em desenvolvimento a adotar as regras aconselhadas pelo “Consenso de Washington”. Afinal, a Grande Depressão era um assunto que apenas interessava à história econômica, já que o conhecimento adquirido ao longo do tempo pela teoria econômica tratava as crises como problemas ultrapassados, pelo menos até setembro de 2008.

Voltando ao cenário da década de 1920, encontramos majoritariamente aqueles que acreditavam que o mercado deve agir com liberdade, de forma a se ajustar automaticamente. Embasavam suas visões na crença de que a crise é um processo característico da própria dinâmica da economia, dependente de ciclos de expansão e de retração, própria dos ciclos de negócios. Subdividiam-se em duas correntes conhecidas por “liquidacionistas” e os adeptos da “crise de realização”. Em ambas as vertentes, o tempo era o grande aliado.

As diferenças estavam na concepção do processo que a crise deveria tomar. Os “liquidacionistas” acreditavam que a crise iria passar e liquidaria (daí advém o nome) as empresas e instituições ineficientes, tornando o futuro ambiente econômico purificado. Os adeptos da “crise de realização” viam-na como consequência natural dos próprios ciclos econômicos, aos quais a dinâmica da economia de mercado estava sujeita. Em consequência a crise era a realização do ciclo em sua fase de retração.

¹² Os novos-keynesianos, entre eles Sachs, Krugman, Mankiw e Blanchard, defendem que a política fiscal e monetária no curto prazo era ativa, bem como a existência de rigidez de preços e de salários no curto prazo devido à presença de imperfeições (ou fricções) nos mecanismos de mercado. Essas imperfeições decorrem das próprias características organizacionais de cada mercado e constituem fontes causadoras e propagadoras de choques ocorridos na economia, gerando os ciclos de expansão e retração. Os novos-clássicos, principalmente Lucas, Sargent, Prescott e em particular o pensamento gerado pela Escola de Chicago, defendem a impotência da política econômica em razão da antecipação dos agentes, a neutralidade da moeda no curto prazo, os ciclos reais de negócios, a perfeição dos mercados e a aproximação do equilíbrio macroeconômico com o equilíbrio geral microeconômico. Os novos-clássicos dominaram a cena do “mainstream” macroeconômico dos anos 1970 até o final dos anos 1990, quando os modelos novos-keynesianos passaram a se destacar.

Pelo outro lado, havia aqueles que acreditavam ser possível a estabilização e a reversão do quadro de depressão econômica por meio da realização de ações de política pública, regulação das atividades dos trustes e do sistema financeiro e bancário.

Dessa forma, em 1931, o debate estava direcionado a conhecer as causas da depressão e as providências que deveriam ser adotadas, caso fosse possível, para revertê-la. O debate centrava-se em torno das ideias expostas em dois artigos publicados na “*Papers and Proceedings of Forty-Third Annual Meeting of American Economic Association*”¹³, de 1931, sobre a depressão de 1930, de Joseph Schumpeter¹⁴ e de Carl Synder¹⁵, entre outros.

¹³ PRADO, Luiz Carlos Delorme. **A Economia Política da Grande Depressão da Década de 1930 nos EUA: Visões da Crise Econômica, semelhanças e diferenças com a crise atual**, 2010.

¹⁴ Professor da Universidade de Bonn, Alemanha.

¹⁵ Economista e estatístico do *Federal Reserve Bank (Fed)* de Nova Iorque

II-1 - Contemporâneos da década de 30 - debate sobre a depressão

II-1.01 - Joseph Schumpeter (1931)

Para Schumpeter, a crise de 1930, em razão de sua profundidade, não poderia ser explicada por meio de um único evento, por maior importância que esse pudesse ter tido, e nem por uma sequência de eventos desafortunados. Schumpeter acreditava em múltiplos fatores mundiais como causas que não poderiam ser atribuídas exclusivamente a problemas na economia norte-americana, e que erros na condução da política econômica poderiam agravar a situação, mas não a produziram na virulência que se apresentava. Também não acreditava na possibilidade das políticas econômicas pudessem promover a estabilização da economia. Para ele as causas da crise seriam:

1-) As inovações tecnológicas do pós-guerra, pois estas inovações aconteceram nos métodos de produção, tornando-os mais eficientes, porém interferindo nos ciclos de negócios, que seriam, respectivamente, os ciclos longos (50 anos), o ciclo Juglar (8 anos) e o ciclo de curto prazo Kitchin (39 meses). Esses ciclos, coincidentemente, estavam em suas fases negativas em 1930, porém só teriam a força de produzir uma depressão.

2-) A grave e longa crise do setor agrícola norte-americano também seria um fator importante para explicar a desestabilização.

3-) As políticas monetárias deflacionárias para conduzir ao retorno do padrão-ouro e os pagamentos das indenizações de guerra pela Alemanha.

4-) A pouca flexibilidade dos fatores de produção tais como salários e juros de longo prazo. Alertava, no entanto, que os níveis salariais, ainda que não fossem causa de depressão,

poderiam agravá-la. Advogava ainda que apesar da queda da taxa de juros de curto prazo não ter representado uma correspondente queda nas taxas de juros de longo prazo, os empresários não tomariam empréstimos, nem que a taxa de longo prazo fosse muito próxima de zero. Os juros também não seriam uma causa da depressão.

Joseph Schumpeter (*Business Cycles*, 1939) retoma as ideias de Kondratiev (1924), relativas aos ciclos econômicos de longo prazo (aproximadamente 50-60 anos) influenciados pelas inovações tecnológicas, que permitem revoluções nos setores industriais e comerciais da economia. Segundo o paradigma "*Schumpeter-Freeman-Perez*" (1988), posteriormente desenvolvido, são:

- A Revolução Industrial – 1771
- Era do Vapor e das Ferrovias – 1829
- Era do Aço, Eletricidade e Engenharia Pesada – 1875
- Era do Petróleo, Produção em Massa e Produção Automobilística – 1908
- Era da Informação e das Telecomunicações – 1971, que ainda estamos vivendo

Schumpeter percebia a crise como a conjunção depressiva dos três ciclos econômicos e principalmente em função das inovações tecnológicas ocorridas após a Primeira Guerra Mundial, porém não apontava saídas além das soluções de mercado, que deveriam purgar ou liquidar a economia dos agentes econômicos ineficientes.

Tabela 2: O Ciclo de Kondratieff.

Primavera (expansão)	Verão (recessão)	Outono (platô)	Inverno (depressão)
1784-1800	1800-1816 Guerra de 1812	1816-1835 Era dos Bons Sentimentos	1835-1844 Guerra EUA-México
1845-1858	1859-1864 Guerra Civil Americana	1864-1874 Reconstrução	1875-1896 Guerra Americana Espanhola
1896-1907	1907-1920 Primeira Guerra Mundial	1920-1929 Ruidosos anos 20	1929-1949 Segunda Guerra Mundial
1949-1966	1966-1982 Guerra do Vietnam	1982-2000 Nova Ordem Mundial	2000-? Guerra ao Terror ?

Fonte: Kondratieff. In *The Long Waves in Economic Life* (1944).

Os ciclos de negócios norte-americanos, segundo o *NBER* e em conformidade com suas expansões e contrações desde 1854, podem ser visualizados na tabela abaixo:

Tabela 3: Ciclos da Economia Norte-Americana (primavera, verão, outono, inverno)

Contrações (recessões) começam no pico ou auge (peak) de um ciclo de negócios e terminam no declínio ou vala (trough) do ciclo.

Ciclos de Negócios - Duração (em meses)

Datas de Referência (trimestres em referência entre parêntese)

Pico (Peak)	Declínio (trough)	Contração Pico ao Declínio	Expansão Prévio Declínio a este Pico	Ciclo Declínio do prévio Declínio	Ciclo Pico do prévio Pico
	Dezembro 1854(IV)	-----	-----	----	----
Junho 1857(II)	Dezembro 1858(IV)	18	30	48	----
Outubro 1860(III)	Junho 186(III)	8	22	30	40
Abril 1865(I)	Dezembro 1867(I)	32	46	78	54
Junho 1869(II)	Dezembro 1870(IV)	18	18	36	50
Outubro 1873(III)	Março 1879(I)	65	34	99	52

Pico (Peak)	Declínio (trough)	Contração Pico ao Declínio	Expansão Prévio Declínio a este Pico	Ciclo Declínio do prévio Declínio	Ciclo Pico do prévio Pico
Março 1882(I)	Maio 1885(II)	38	36	74	101
Março 1887(II)	Abril 1888(I)	13	22	35	60
Julho 1890(III)	Maio 1891(II)	10	27	37	40
Janeiro 1893(I)	Junho 1894(II)	17	20	37	30
Dezembro 1895(IV)	Junho 1897(II)	18	18	36	35
Junho 1899(III)	Dezembro 1900(IV)	18	24	42	42
Setembro 1902(IV)	Agosto 1904(III)	23	21	44	39
Maio 1907(II)	Junho 1908(II)	13	33	46	56
Janeiro 1910(I)	Janeiro 1912(IV)	24	19	43	32
Janeiro 1913(I)	Dezembro 1914(IV)	23	12	35	36
Agosto 1918(III)	Março 1919(I)	7	44	51	67
Janeiro 1920(I)	Julho 1921(III)	18	10	28	17
Maio 1923(II)	Julho 1924(III)	14	22	36	40
Outubro 1926(III)	Novembro 1927(IV)	13	27	40	41
Agosto 1929(III)	Março 1933(I)	43	21	64	34
Maio 1937(II)	Junho 1938(II)	13	50	63	93
Fevereiro 1945(I)	Outubro 1945(IV)	8	80	88	93
Novembro 1948(IV)	Outubro 1949(IV)	11	37	48	45
Julho 1953(II)	Maio 1954(II)	10	45	55	56
Agosto 1957(III)	Abril 1958(II)	8	39	47	49

Fonte: NBER's Business Cycle Dating Committee

No campo da teoria dos ciclos, Schumpeter (1951) catalogou duas formas de explanação de suas causas. A primeira vê o comportamento endógeno da economia como essencialmente coerente e equilibrado, projetando-se no tempo na forma de um crescimento estacionário (“*Steady State Growth*”). De acordo com essa visão, o ciclo seria resultado

essencialmente de choques exógenos aleatórios ou induzidos pela própria intervenção governamental, e não dos processos econômicos de mercado.

A segunda corrente de interpretação concernente aos ciclos visualiza-os como decorrentes do funcionamento endógeno da economia. A própria busca dos agentes pelos seus objetivos econômicos (lucro, utilidade) desencadearia movimentos cumulativos, com retroalimentação positiva, e que cedo ou tarde acabariam sendo revertidos também endogenamente.

II-1.02 - Carl Snyder (1931)

O artigo de Carl Snyder (1931) dá ênfase ao problema da transmissão da recessão iniciada nos EUA e alastrada pelo sistema de produção capitalista ¹⁶ por meio dos mecanismos dos mercados financeiros e monetários interligados.

Para Snyder, o ciclo de prosperidade existente durante a década de 20 do século XX era um fenômeno exclusivamente norte-americano. A expansão europeia, além da sua dependência dos EUA das compras de matérias-primas e dos empréstimos bancários, era recente (final da década) e não poderia ser causa da crise, sendo, porém impactada imediatamente pela crise norte-americana.

A causa parece estar localizada no grande estoque de ouro existente nos EUA que permitirá, após a Primeira Grande Guerra, a expansão da oferta monetária e que implicou a elevação dos preços internos, principalmente após 1921. Os EUA também enviaram grande quantidade de ouro, principalmente entre 1927 e 1928, para a Grã-Bretanha, França e

¹⁶ A União Soviética, fora do modo de produção capitalista, não foi atingida pela crise.

Alemanha, tornando possível a esses países lastrear suas expansões monetárias em conformidade com o padrão-ouro.

Entretanto, objetivando conter a euforia (*boom*) na Bolsa de Valores de Nova Iorque, o *Federal Reserve Bank (Fed)* aumentou a taxa de juros, o que na prática redirecionou o fluxo do ouro que ia para a Europa para o mercado financeiro norte-americano, ampliando ainda mais a especulação.

Como as taxas de juros internas americanas tornaram-se muito elevadas, as linhas de crédito para o exterior foram interrompidas. Concomitantemente, a França, desde o início de 1929, estava estocando ouro, obrigando as outras nações europeias a aumentar suas taxas de juros a fim de evitar perdas ainda maiores de ouro, porém com efeitos recessivos para suas economias.

Para Snyder foi a depressão que provocou o aprofundamento da depressão agrícola, decorrentes da crise industrial que a precedeu, não sendo a queda da produção agrícola a causa da crise. Argumentava que os aumentos dos estoques agrícolas levaram a elevadas quedas de preços das *commodities* agrícolas em 1928.

Enquanto Schumpeter percebia a crise como a conjunção depressiva dos três ciclos econômicos, principalmente em função das inovações tecnológicas ocorridas após a Primeira Guerra, Snyder avisava que a crise tinha causa monetária e que poderia ser evitada se políticas adequadas tivessem sido tomadas, antecipando-se, assim, à visão de Friedman e de Schwartz¹⁷ e em detrimento da visão Keynesiana.

¹⁷ FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson, op. cit., 1963.

II-1.03 - Irving Fisher (1933)

Outro importante contemporâneo foi o Professor de Yale, Irving Fisher, economista de prestígio pela sua Teoria Quantitativa da Moeda ¹⁸.

Fisher era o responsável por um dos mais confiáveis serviços de previsão econômica, o *Yale Forecast Service*. Porém, em 15 de outubro, segundo Galbraith ¹⁹, apenas alguns dias do fatídico dia 24 de outubro de 1929 (quinta-feira negra), Fisher declarou: “O preço das ações alcançou o que parece ser um patamar permanentemente elevado”. Foi seu erro.

Possivelmente refeito do trauma, em 1933, desenvolveu a nova Teoria do Débito – Deflação (*Debt-Deflation Theory*) das Grandes Depressões, na qual, ao contrário de Schumpeter, apontava para a necessidade de atuação do governo, em promover políticas públicas para estabilizar a economia. A participação ativa do governo debelaria a depressão mais depressa e com menor custo social do que a solução de mercado (mais lenta e custosa).

Simplificadamente, a teoria do Débito-Deflação afirma que, apesar de a economia tender para o equilíbrio (estática econômica), existem forças que possuem o poder de levar a economia ao desequilíbrio (dinâmica econômica). Para Fisher, o sobre-endividamento e a deflação são os fatores geradores do desequilíbrio que levam a economia à Grande Depressão.

O equilíbrio é inicialmente perturbado pelo sobre-endividamento. Quando os agentes procuram a redução ou a liquidação de seus débitos, são obrigados a vender ativos. Acredita que os depósitos à vista em moeda diminuem na medida em que os empréstimos são pagos. A

¹⁸ FISHER, Irving. **The purchasing power of Money**, 1911. Também passou a ser lembrado por suas substanciais perdas financeiras no *Crash* da Bolsa de Nova Iorque de 1929.

¹⁹ GALBRAITH, John K. **The Great Crash 1929**, 2009. Por sinal, testemunha ocular da história.

contração dos depósitos e a queda da velocidade da moeda conduzem a mais vendas de ativos, forçando a queda do nível de preços (deflação).

Nesse sentido, esse processo é realimentado, obrigando a maiores quedas dos preços e lucros. A redução da produção, dos empregos e dos negócios conduz a falências, implicando um pessimismo que leva ao entesouramento, reduzindo continuamente o nível de atividade econômica.

Apesar de acreditar que esse danoso ciclo possa reverter a si próprio, Fisher afirmava que a aplicação das políticas públicas para a obtenção da reversão da deflação poderia estabilizar a economia de maneira mais rápida que a solução de mercado e com custos sociais menores.

Para Fischer a dificuldade da reversão do processo deflacionário decorre da rápida queda dos preços da economia, enquanto as dívidas e as taxas de juros sobre as dívidas são fixas (aumentando-as em termos reais).

A própria vontade dos devedores em apressar o pagamento das dívidas (já que essas ficarão “realmente” maiores) gera a queda dos preços que levará à deflação. Por sua vez, o cenário de deflação aumenta ainda mais a dificuldade de liquidação das dívidas. Em suma, um ciclo perverso.

II-1.04 - O Liberalismo Reformista Norte-Americano (1933)

Quando falamos de liberalismo, associamos imediatamente a ideia do *Laissez-Faire*, considerado à direita do espectro político clássico. Porém nos EUA, onde as concepções socialistas não eram palatáveis e a proposta marxista era rejeitada até pelo movimento sindical, o liberalismo era a concepção mais à esquerda possível.

Formou-se a partir de uma visão liberal particular, baseada na defesa da sociedade contra a ganância dos trustes e no reformismo social progressista, onde o Estado deveria disponibilizar formas de proteção social que proovessem a subsistência aos seus cidadãos desafortunados.

Roosevelt e os partidários do *New Deal* (Novo Acordo) acreditavam em um liberalismo reformista socialmente solidário. Então é esse conceito de liberalismo que sustenta a visão de governo liberal norte-americano ao chegar ao poder em 1933.

Enquanto o Presidente Hoover mantinha a crença no equilíbrio orçamentário, a crise a partir de 1930 só piorava, diminuindo expressivamente a arrecadação fiscal e elevando de qualquer forma a dívida pública.

Ao chegar a Presidência em 1933, Roosevelt não tinha uma preocupação excessiva com o controle do déficit orçamentário, porém seu interesse estava voltado para a implementação de políticas públicas que estivessem comprometidas com uma pauta liberal de reformas financeiras e sociais, que ficou conhecida como *New Deal*.

As políticas de caráter liberal são, na história americana, antecedentes às ideias Keynesianas. O *New Deal*, cujos programas eram influenciados pelo partido Democrata e pelo movimento populista do final do século XIX, tinha inspiração institucionalista,

principalmente as de autoria do “velho” institucionalista Thorstein Veblen²⁰. Até porque, antes da publicação da “*Teoria Geral*” em 1936, não havia Keynesianos no sentido acadêmico, apesar da influência pessoal de Keynes ser abrangente. O próprio Keynes visitou e jantou com Roosevelt, que não ficou impressionado, pois se caracterizava por uma atitude pragmática e voltada para resultados, como convinha à urgência do momento.

A partir de 1934, as ideias Keynesianas começaram a se instalar no *Federal Reserve Bank (Fed)*²¹ sob a direção de Marriner Eccles e de seu Assessor Lauchlin Curie. Porém, apenas com a depressão de 1937 os argumentos Keynesianos começaram a ser aceitos e só passarão à visão *mainstream* às vésperas da Segunda Guerra.

Os “*New Dealers*”, tecnicamente influentes, não superavam a três centenas de funcionários do segundo e do terceiro escalão do governo. Enxergavam o aumento do gasto público como um mecanismo de lubrificação da economia e não como um instrumento permanente de política econômica²², como queriam os Keynesianos, visão que, no entanto, muitos deles vieram a adotar ao longo dos anos.

²⁰ Ver “**A Teoria da Classe Ociosa** – um estudo econômico das instituições” e a “**A Alemanha Imperial e a Revolução Industrial**”, que também influenciou Alexander Gerchenkron, que por sua vez absorve de Veblen a noção do desenvolvimento tardio e recoloca a ideia do atraso como uma vantagem. Seu maior exemplo é a Alemanha, um país agrícola e atrasado do ponto de vista da industrialização, que ao adotar a via prussiana de desenvolvimento pula estágios e em 1890 torna-se a segunda economia do mundo, atrás apenas dos Estados Unidos, tendo ultrapassado a própria Inglaterra. VEBLEN, Thorstein. **The theory of the leisure class: An economic study in the evolution of institutions** (1899), 2007.

²¹ Inclusive Galbraith relata uma visita de Keynes ao Federal Reserve Bank (Fed).

²² **Pump-priming**, termo utilizado na época. Refere-se à injeção de somas de dinheiro, relativamente pequenas, pelo governo em uma economia deprimida por meio de encomendas de obras públicas. Seu objetivo é aumentar o poder de compra das pessoas que, por sua vez, irão estimular a demanda, o que irá impulsionar o investimento do setor privado. *Pump-priming* é uma pequena bomba hidráulica. Daí a ideia do dinheiro bombeado para a economia.

II-1.05 - John Maynard Keynes (1933 e 1936)

A Revolução Keynesiana possui duas vertentes básicas. A primeira refere-se à crítica à visão neoclássica fundamentada na autorregulação e na Lei de Say ²³. Para a Economia Neoclássica, dada uma disponibilidade de recursos para um determinado nível de produção, o sistema econômico é autorregulado e tende a atuar em nível de pleno emprego dos recursos disponíveis, ou seja, é um sistema eficiente.

Quanto à essa questão, Keynes formula o princípio da *Demanda Efetiva*, onde a economia, ao invés de ter apenas um valor de equilíbrio, possui infinitas possibilidades de equilíbrio e todos factíveis. Portanto, não há a necessidade da economia atuar no nível de pleno emprego, podendo também atuar eficientemente em níveis sub-ótimos, apesar do nível de pleno emprego ser uma possibilidade.

A segunda vertente está ligada ao fato de que Keynes acredita ser possível alterar o comportamento dos agentes econômicos, por meio da política econômica, que atuará, por sua vez, nos limites impostos pela economia de mercado. Então é possível alterar os níveis de atividade da economia sem a necessidade do controle e propriedade dos meios de produção, aqui em desacordo com a proposta marxista clássica.

A crítica vai mais diretamente à visão neoclássica, que, por sua vez, advoga que qualquer interferência do Estado na economia é, no mínimo, inócua quando não superficial (produz mais fumaça que fogo).

²³ “A oferta cria sua própria demanda”. SAY, Jean-Baptiste. **Traité d'économie politique**, 1803.

Essa grande mudança histórica veio acompanhada por uma evolução do ponto de vista teórico, em particular no campo da economia, com a chamada Revolução Keynesiana, que deslocou o pensamento neoclássico, hegemônico entre 1880 e 1930.

A Revolução Keynesiana rompeu com a visão neoclássica do equilíbrio e reintroduziu a ideia do capitalismo como um sistema instável, sujeito a profundas e cíclicas crises, sem pleno emprego. Começava a justificar a possibilidade e a necessidade de se aplicar políticas públicas anticíclicas:

[...] Capítulo 1 - Denominei este livro A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, dando ênfase ao termo geral. O objetivo deste livro é contrastar a natureza de meus argumentos e conclusões com a da teoria clássica. [...] Argumentarei que os postulados da teoria clássica se aplicam apenas a um caso especial e não ao caso geral, pois a situação que ela supõe acha-se no limite das possíveis situações de equilíbrio. (KEYNES, 1936, p.43)

O desenvolvimento econômico passa a ser visto como um processo que pode ser induzido ou acelerado por políticas econômicas, além das de mercado, sendo inclusive possível a recuperação do atraso. Diferente, portanto, da ideia do simples crescimento econômico espontâneo, via mercado.

A visão keynesiana, por sua vez, exige um aprofundamento da base da construção da ordem econômica internacional do pós-guerra, estabelecida em Bretton Woods em 1944, que influenciou profundamente a ação e estabeleceu o domínio do pensamento econômico keynesiano até a década de 70 do século XX, quando, em razão dos descontroles dos gastos públicos e do cenário inflacionário mundial, passou a ser fortemente contestada.

Para Keynes, a origem da Grande Depressão de 1929 está localizada na dinâmica existente na economia norte-americana, mas sua transmissão para a economia capitalista mundial é resultante de um sistema monetário internacional baseado no padrão-ouro.

Para localizarmos a questão, devemos retornar ao início da visão cartalista da moeda, que se caracteriza basicamente por afirmar que é o Estado que detém o monopólio da criação (lei) da unidade de conta (moeda) e de sua emissão.

A Teoria Cartalista teve dois principais momentos históricos, tendo o primeiro iniciado com a publicação do “*The State Theory of Money*” de Knapp (1905), também chamado de cartalismo inicial, e o segundo com a retomada da teoria por Goodhart (1998) e por alguns autores pós-keynesianos, conhecido como o retorno cartalista.

Para a teoria cartalista, a moeda possui uma natureza política e seu estabelecimento e uso ocorre a partir de um ato de poder do Estado. Quando esse Estado escolhe o meio de pagamento e o emite, ele será utilizado para encerrar débitos na economia (contrato, dívidas, etc.), inclusive os que envolvem o próprio Estado (pagamento de tributos).

O meio de pagamento (moeda) escolhido pelo Estado é proclamado por lei ou pela força de lei. Para Knapp, só o Estado pode garantir uma relação estável e contínua de unidade de valor e meio de pagamento, realizado por meio de padrões de conversibilidade no tempo. Qualquer outra mercadoria ou moeda, mesmo que conversível em um padrão, não tem, segundo Knapp, o poder de manter a relação entre a unidade de valor e de meio de pagamento no tempo, pois os padrões de conversibilidade também sofrem modificações.

A condição de conversibilidade é um ato livre e soberano da autoridade estatal. Portanto, o papel-moeda não necessita de um padrão de conversibilidade, como alegado pelos metalistas, já que todos os agentes, sejam devedores ou credores, possuem obrigações e direitos uns com aos outros e com o próprio Estado.

Além disso, o Estado, ao aceitar o dinheiro que emite em pagamento de seus tributos, garante a aceitabilidade do dinheiro pelo público e a obrigatoriedade dos tributos.

Keynes, em seu livro “*A Treatise on Money*” (1933), adota a perspectiva de Knapp do caráter estatal do dinheiro, em que o meio de pagamento é emitido pelo Estado e criado pelo sistema bancário. A relação entre o Estado e os bancos é inseparável e justifica a regulação da circulação monetária. Deve estar claro que a estabilidade da moeda é decorrente da ação estatal responsável. Esta responsabilidade pode substituir, em última análise, o lastro metálico.

Para Lerner (1947), somente o Estado pode criar ou destruir dinheiro fiduciário. Ao aceitar qualquer padrão de conversibilidade, como exemplo o ouro, esse hipotético Estado estaria se ausentando de suas funções.

Em seu segundo momento, a teoria cartalista é revista e ganha novas proposições, principalmente pelos autores pós-keynesianos ligados a Randall Wray.

O retorno cartalista, iniciado com o artigo de Goodhart (1998), se antepõe à visão da neutralidade da moeda, passando a utilizar a teoria cartalista dentro de um esquema que pressupõe uma economia creditícia e de criação endógena de moeda.

Os pós-keynesianos partem do fato que, historicamente, o meio de pagamentos haveria surgido da capacidade dos Estados Nacionais imporem obrigações para seus residentes e tentam adaptar a teoria monetária neoclássica ao cartalismo.

Para os pós-keynesianos, o Estado, pela sua capacidade de impor tributos em sua moeda, cria demanda pela própria moeda e essa demanda afeta a política fiscal, pois deve prever quanto irá ofertar em relação ao que deseja arrecadar.

Por outro lado, a política monetária, dependendo do cenário econômico, regularia a liquidez do sistema, por meio, por exemplo, da emissão de títulos para drenar parte do dinheiro em poder do público, já que nem toda moeda deve continuar líquida.

Os riscos associados à atividade bancária e as conseqüentes crises produzidas pelo sistema bancário se caracterizam por perda de confiança dos depositantes nas instituições bancárias e pelas corridas bancárias. Nesse sentido, conduziram o poder público a intervir e a regular o poder de emissão da moeda fiduciária, surgindo assim necessidade da criação de instituições que se responsabilizassem pelo controle do mercado financeiro e da emissão da moeda – os Bancos Centrais ²⁴.

O ressurgimento moderno do padrão-ouro pode ser localizado em 1717, quando Sir Isaac Newton, responsável pela Casa da Moeda Inglesa, fixou, dizem que acidentalmente, para prata um preço em ouro excessivamente baixo, fazendo sumir as moedas de prata, sendo o padrão-ouro reconhecido na Inglaterra em 1774.

Porém, a universalização do padrão-ouro pode ser atribuída ao sucesso da Revolução Industrial Inglesa e ao interesse crescente dos países em comercializar e tomar empréstimos bancários britânicos, levando-os adotar parcialmente as práticas monetárias inglesas, como Portugal em 1854.

Apesar de ter trazido estabilidade cambial e de preços durante o século XIX, o padrão-ouro não evitou as crises de origem financeira, pois foram vistas diversas bolhas e *crashes*, principalmente as grandes crises de 1873 e de 1929, demonstrando que o padrão-ouro não era um freio para a movimentação especulativa internacional.

Com Breton Woods (1944) ²⁵ e a incorporação de taxas de câmbio mais flexíveis, quando da reconstrução do sistema monetário internacional, foi possível absorver os impactos causados pelas restrições dos fluxos de capitais especulativos, finalizando o padrão-ouro

²⁴ A partir do século XVIII, na Inglaterra, a emissão do papel-moeda passou a cargo do Banco Central. Desde então, a moeda bancária ou escritural, que ajuda a multiplicar os meios de pagamentos e o crédito, veio contribuir para o desenvolvimento do capitalismo financeiro nascente.

²⁵ Conferência realizada no Hotel Mount Washington localizado em Bretton Woods, New Hampshire, em 1944.

como paradigma monetário. Keynes era um forte adversário do sistema do padrão-ouro e certamente a principal voz em favor da implantação de um novo sistema monetário internacional em 1944.

Keynes volta-se para interpretar a depressão no capítulo 22 da sua Teoria Geral, quando trabalha sobre as crises cíclicas. Avisa desde logo que qualquer exemplo concreto do ciclo econômico se depara com uma grande complexidade, sendo necessário utilizar todos os instrumentos de análise que desenvolveu ao longo da formulação da sua teoria.

Acredita que o caráter essencial do ciclo econômico quanto à sua regularidade de ocorrência e duração se deve principalmente ao modo como flutua a eficiência marginal do capital. No fenômeno da depressão, a substituição de uma fase ascendente por outra descendente geralmente ocorre de forma repentina e violenta. Como percebido ao longo da história das crises, a transição da fase descendente para ascendente é usualmente lenta. Diz então:

[...] qualquer flutuação no investimento, não compensada por uma variação correspondente na propensão a consumir, resulta necessariamente, numa flutuação no emprego. (KEYNES, 1936, p. 294)

E também afirma:

[...] a eficiência marginal do capital depende não apenas da abundância ou da escassez existente de bens de capital e do custo corrente da produção dos bens de capital, mas também das expectativas correntes relativas ao futuro rendimento dos bens de capital. (KEYNES, 1936, p. 294)

Portanto, nas últimas etapas da expansão da fase ascendente do ciclo econômico, as expectativas se tornam excessivamente otimistas em relação aos rendimentos futuros dos bens de capitais. Keynes observa:

[...] é próprio da natureza dos mercados financeiros organizados, sob a influência de compradores em sua maioria ignorantes do que compram e de especuladores mais interessados nas previsões da próxima mudança de

opinião do mercado do que numa estimativa racional do futuro rendimento dos bens de capital, que, quando a decepção advém a um desses mercados otimistas em demasia e muito abastecidos, as cotações desçam em movimento súbito e mesmo catastrófico. Além disso, o pessimismo e a incerteza a respeito do futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez e, conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros. (KEYNES, 1936, p. 295)

Como se estabelece o investimento está delineado no capítulo 11, da maneira como aprendemos com Hicks (1937)²⁶ e com Hansen (1949)²⁷ e Dillard (1957)²⁸, que enfatizam a escala da eficiência marginal do capital confrontando-a com a taxa de juros. A taxa de juros é explicitada nos capítulos 13 e 15, como um fenômeno estritamente monetário, explicada pela preferência pela liquidez dada a quantidade de moeda.

A taxa de juros em Keynes não é definida pelo custo de oportunidade, mas sim como:

[...] a simples definição da taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de comando da moeda em troca de uma dívida. (KEYNES, 1936, p. 174)

[...] A preferência pela liquidez, exceto nas suas manifestações associadas ao aumento da atividade comercial e da especulação, só começa a aumentar após o desmoronamento da eficiência marginal do capital. É isto que, torna a depressão tão intratável. (KEYNES, 1936, p. 295)

Quanto à preferência pela liquidez, esta deriva da incerteza incontrolável quanto ao futuro dos eventos econômicos, o que justifica uma preferência em manter a riqueza na forma de dinheiro.

²⁶ HICKS, John Richard. **Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation**, 1937.

²⁷ Que integra a curva LM (mercado monetário) no modelo de Hicks IS-LL.

²⁸ DILLARD, Dudley. **The Influence of Keynesian Economics on Contemporary Thought**. The American Economic Review – Vol. 47, No. 2, May, 1957.

Então a solução estaria, parcialmente, na queda da taxa de juros. Contudo, por menor que seja, a taxa de juros não trará atratividade para gerar novos investimentos, dadas as condições encontradas em um quadro econômico depressivo, com as expectativas no futuro fortemente abaladas.

Outro caminho seria aumentar a propensão ao consumo, que também está deteriorada, retroalimentando a fase descendente do ciclo econômico (Teoria Geral - Capítulo 22).

[...] Assim, o remédio para o auge da expansão não é a alta, mas a baixa da taxa de juros! Pois aquela pode fazer perdurar o chamado auge da expansão. O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar o auge da expansão e em manter assim uma semidepressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo permanentemente em um quase boom”. (KEYNES, 1936, p. 299).

A novidade que representou a “Teoria Geral” para o pensamento econômico implicou diversos entendimentos entre os próprios keynesianos. Para mostrar algumas vertentes, inserimos a seguir um quadro com os sistemas de equações dos principais modelos representativos da Teoria Geral de Keynes.

Quadro 1: Os sistemas de equações dos principais modelos representativos da Teoria Geral de Keynes.

OS SISTEMAS DE EQUAÇÕES DOS MODELOS REPRESENTATIVOS DA TEORIA GERAL

¹ A Teoria Geral de Keynes (Kahn e Robinson) (1984,1947)	Monetary Theory and Fiscal Policy (Hansen) (1949)	Mr.Keynes e a Teoria Tradicional (Harrod) (Jan/1937)	² Mr.Keynes e os 'Clássicos' (Hicks) (abril/1937)	Um Modelo Simplificado do Sistema de Keynes (Meade) (fev/1937)
Y=C+I C=C (Y) I=φ (K,E,i) EM _g K=f (K,E) i=ψ (LP,M)	Y=C (Y)+I C=C (Y) I=I (i) L=L (Y,i) M=L	Y=C+I S=f (Y,i) I=ψ (EM _g K,i) EM _g K=f (K,E) i=χ (LP,M,Y)	Y=C+I S=f (Y,i) I=φ (K,E,i) i=Ψ (LP,M,Y)	Y=C+I S=F (Y,i) I=φ (K,E,i) EM _g K=f (K,E) I=s (Y,i) i=φ (LP,M,Y)

Notas: Y=renda, C=consumo, I=investimento, K=estoque de capital, E=Expectativas, S=poupança, s=propensão a poupar, EM_g K=eficiência marginal do capital, LP=prefêrência pela liquidez, M=quantidade de moeda dada e i=taxa de juros.¹ renda em termos de unidade de salários.² “Renda nominal”. taxa de salário nominal per capita dada.

Fonte: Macroeconomia keynesiana da IS-LM revista - David Ferreira Carvalho – NAEA 119, maio 1999.

O pensamento de Keynes, particularmente no que se refere à Grande Depressão, levou à construção da moderna Macroeconomia e certamente o conhecimento econômico seria muito menor e estaria irremediavelmente empobrecido sem ele.

II-2 – Não Contemporâneos ao debate da década de 1930 ²⁹

II-2.01 - Milton Friedman ³⁰ e Anna Schwartz (1963)

A principal crítica à visão Keynesiana advém da teoria desenvolvida por Friedman e Schwartz apresentada no livro *“A Monetary History of the United States, 1867-1960”*, publicado em 1963, que analisa 93 anos da história monetária norte-americana, principalmente a relação entre as flutuações na oferta monetária e o nível de produto na economia.

As principais conclusões dos autores sobre os 93 anos de história monetária podem ser resumidas nos seguintes pontos:

1-) As mudanças na atividade econômica, preços e ciclos de negócios estão profundamente associadas ao estoque de moeda;

2-) Esta relação é consistente por todo período analisado;

²⁹ Como critério, “não contemporâneos” ficou definido como sendo aqueles que só entraram no debate da Grande Depressão após seu término, apesar de poderem estar vivos durante os acontecimentos, como por exemplo, Milton Friedman.

³⁰ No auge da Grande Depressão (1932), Friedman concluiu seus estudos na Universidade Rutgers, tendo se destacado nas disciplinas de Matemática e Economia. Escolheu a Universidade de Chicago para cursar seu mestrado em Economia. Foi fortemente influenciado por Jacob Viner, Frank Knight e Henry Simons. É nesse contexto que começou a se enraizar na formação do pensamento de Friedman a ideia de que a solução para os problemas de uma sociedade é dada por um sistema de liberdade. Depois de participar do Programa de Reconstrução do *New Deal*, especificamente num estudo sobre os padrões de consumo familiar, ingressou em 1946 na Universidade de Chicago, onde permaneceu até sua morte.

3-) As mudanças nos estoques monetários são realizadas de forma independente do nível da atividade econômica.

A abordagem focaliza as origens da Grande Depressão em decorrência da política monetária empreendida pelo *Federal Reserve Bank (Fed)* ao ofertar baixos níveis de moeda durante a Grande Contração do Crédito que sucedeu a quebra da Bolsa de Nova Iorque e a recessão de 1929.

A questão que Friedman e Schwartz procuravam entender era que motivo levou uma recessão, ainda que forte, como a de 1929, a se transformar no desastre da Grande Depressão da década dos anos 30. A resposta, segundo os autores, estaria na fraca liderança exercida pelo *Federal Reserve Bank (Fed)*, principalmente após a saída do eficiente Benjamin Strong.

Afirmam que se o *Federal Reserve Bank (Fed)* tivesse utilizado uma política monetária mais agressiva em resposta ao fechamento do crédito, ainda antes que a depressão se instalasse, o pior poderia ter sido evitado:

[...] would have cut the spread of the crisis, would have prevented accumulation of bank failures, and would have made possible, as it did in 1908, economy recovery after few months. ³¹ (FRIEDMAN; SCHWARTZ, 1963, p. 299)

Com o fechamento do mercado de crédito interbancário e com a população retirando seus depósitos dos bancos, ocorreu uma onda de falências bancárias que se iniciou em outubro de 1930, aproximadamente um ano após o *crash* da bolsa, e que só terminou em março de 1933, com as reformas bancárias introduzidas por Roosevelt.

Essa grande contração do crédito, que provocou uma severa contração do setor real da economia, poderia ter sido revertida se fosse enfrentada pela disponibilidade de adequados

³¹ FRIEDMAN, Milton. **The Great Contraction, 1929-1933**; Capítulo sétimo do livro “**A Monetary History of the United States, 1867-1960**”, 1963.

recursos financeiros por meio de operações de *open market* e empréstimos diretamente ao setor bancário promovido pelo *Federal Reserve Bank (Fed)*³².

O ponto central da controvérsia levantada por Friedman (1963) contra a visão dos keynesianos sobre a causa da Grande Depressão era que enquanto os keynesianos, em sua maioria, observam que a depressão foi causada pela insuficiência da demanda agregada, para Friedman o erro estava localizado nas políticas equivocadas adotadas pelo *Federal Reserve Bank (Fed)* na administração da oferta monetária.

Para Friedman, a maior falha foi as Autoridades Monetárias Americanas terem deixado de capitalizar os bancos após a quebra da Bolsa, provocando a corrida bancária e o sumiço do crédito interbancário.

Friedman expõe suas convicções em um artigo de 1956³³, que representa o ponto de partida para a compreensão teórica do monetarismo. A ideia fundamental está voltada para a escolha dos agentes econômicos em manter moeda, que por sua vez é vinculada à maximização da utilidade que envolve simultaneamente a escolha dos níveis de consumo, poupança e composição de portfólio. Reavalia as políticas monetárias e fiscais, critica a abordagem neo-keynesiana da IS-LM, afirmando que as políticas monetárias e fiscais são incapazes de combater recessões e depressões e que a verdadeira prosperidade dependeria da economia seguir seu curso natural de ajuste.

Pouco antes de sua morte em 2006, aos 94 anos de idade, Friedman continuava fiel às suas ideias, tanto que publicou um artigo no *Wall Street Journal* com o título “*Why Money*

³² Deve-se ressaltar que as limitadas intervenções públicas começaram ainda em 1929, por meio de operações de *open market* promovidas pelo *Federal Reserve Bank (Fed)*, que objetivava aliviar as dificuldades de caixa dos bancos. A taxa de juros foi descendo gradativamente, bem como a de redesconto bancário, que em 1931, situava-se em 1,5%. O *Federal Reserve Bank (Fed)* continuou a injetar dinheiro nos bancos via *open market*, que por sua vez não estavam demandando, pois não havia para quem emprestar, por mais que a taxa de juros caísse (armadilha da liquidez). O resultado foi uma forte contração da massa monetária, que se reduz em um terço entre agosto de 1929 e agosto de 1933, com o *open market* colocado em suspenso em boa parte do tempo.

³³ FRIEDMAN, Milton. **The Quantity Theory of Money: A Restatement**, 1956.

Matters". O artigo tratava da Grande Depressão de 30, da recessão japonesa de 1980 e da recessão norte-americana de 1990, afirmando que todas elas podem ser explicadas pelos erros dos respectivos Bancos Centrais, no que se refere à oferta monetária.

Visualizava um padrão para os três casos:

1-) Um crescimento econômico rápido, decorrente da rápida mudança tecnológica e o surgimento de novas industriais.

2-) *Boom* no mercado acionário.

3-) *Crash* – estouro da bolha especulativa.

Em relação à oferta monetária:

1-) A grande redução da oferta monetária levou à depressão de 1930.

2-) A estagnação da oferta monetária levou à prolongada recessão no Japão na década de 1980, com baixo crescimento do PIB.

3-) O aumento da oferta monetária nos Estados Unidos na década de 1990 levou à leve recessão, seguida de rápida recuperação e crescimento econômico.

Portanto, para Friedman, a Autoridade Monetária deve ofertar moeda (exógena) em nível adequado. Aparentemente é a chave da solução do problema.

II-2.02 - Charles P. Kindleberger (1973 e 1978)

A sua vasta obra é composta por mais de 30 livros publicados. Destacamos “Manias, Pânico e *Crashes*”, que trata da formação das bolhas especulativas ao longo da história do capitalismo, publicado em 1978 e republicado em 2000 após o *crash* da bolha ponto.com, além do importante “*The World in Depression 1929-1939*”³⁴, publicado em 1973 e 1986, onde discorre sobre a Teoria da Estabilidade Hegemônica³⁵.

Para Kindleberger, fatores exógenos contribuíram para a crise econômica de 1930. Advoga uma visão internacionalista para causas e constituição da Grande Depressão. Desloca o debate tanto das teses Keynesianas quanto Monetaristas, em relação a qual é particularmente cético, para situá-lo no campo das relações internacionais. Entende que apesar de a crise ter-se originado nos Estados Unidos, esse fato por si só não explicaria sua profundidade, duração e sua transmissão (extensão) a nível mundial.

A explicação estaria na instabilidade do sistema monetário internacional, na falta de hegemonia da Grã-Bretanha, que perdeu sua liderança após o término da Primeira Guerra Mundial, na negligência dos Estados Unidos em assumi-la:

[...] for the world economy to be stabilized, there has to be a stabilizer-one stabilizer, by which, in the context of the interwar years at least, he means the United States.³⁶ (KINDLEBERGER, 1986, p. 304)

Kindleberger propunha que, como país hegemônico, os Estados Unidos da América deveriam assumir cinco funções estabilizadoras da economia mundial, sendo:

³⁴ Galbraith (1978) observa que se trata do melhor livro sobre o assunto.

³⁵ Hegemonia no sentido de responsabilidade, e não no sentido Gramsciano.

³⁶ KINDLEBERGER, C.P. **An Explanation of the 1929 Depression**, último capítulo do livro “**The World in Depression 1929-1939**, 1986”.

- 1-) Manter o mercado relativamente aberto para bens com problemas de mercado (*distress goods*).
- 2-) Providenciar empréstimos contra-cíclicos ou ao menos estáveis e de longo prazo.
- 3-) Policiar ou garantir um sistema relativamente estável de taxas de câmbio.
- 4-) Garantir a coordenação das políticas macroeconômicas.
- 5-) Agir como prestador de última instância (*lender of last resort*), descontando ou disponibilizando liquidez nas crises financeiras.

Para Kindleberger, uma crise de tal envergadura não pode ser explicada pela falência de um só país, mas pela conjunção de fatores internacionais. Porém, mesmo que por acaso não tivesse sido iniciada nos Estados Unidos, foi a sua atuação em não reconhecer seu papel de hegemonia que tornou a crise mundial profunda e longa.

Devemos, entretanto, lembrar que a maioria da sociedade americana apreciava o isolacionismo dos Estados Unidos, sentimento que inclusive impediu a entrada na Segunda Guerra Mundial até o ataque japonês em 07 de dezembro de 1941 (Pearl Harbor).

II-2.03 - Karl Polanyi (1944)

Polanyi ³⁷ denominou “Cem anos de Paz” ³⁸ o período que caracterizou o apogeu do Liberalismo Econômico no século XIX. O progresso econômico estava alicerçado em quatro instituições interligadas e que foram fortemente transformadas nos anos 20 e 30 do século XX. São essas as instituições:

- 1- O sistema de equilíbrio das grandes potências, que impediu a ocorrência de guerras prolongadas e devastadoras entre as potências no século XIX.
- 2- O padrão internacional de comércio baseado no padrão-ouro, que simbolizava uma organização única na economia mundial.
- 3- O mercado autorregulável, que produziu um bem-estar sem precedentes.
- 4- O estado liberal, não intervencionista.

O equilíbrio econômico internacional e o progresso que as quatro instituições promoveram não foi resultado da “mão invisível” ou do jogo de interesses particulares. Dependia na realidade de um pacto político internacional altamente intervencionista, tal como proposto pela Santa Aliança, e de um sistema financeiro integrado e coordenado que garantia a vigência do padrão-ouro.

O Liberalismo defendeu sempre a ideia de que a busca do enriquecimento individual é uma característica “natural” e qualquer interferência nesse processo é artificial.

³⁷ POLANY, Karl. **A Grande Transformação** - As origens de nossa época, 1944; Livro escrito nos Estados Unidos durante o início da Segunda Guerra Mundial.

³⁸ POLANY, Karl. **Cem anos de Paz**, Capítulo I do livro A Grande Transformação: As origens de nossa época.

Para Polanyi, a atividade econômica no passado sempre esteve integrada a outras atividades de cunho social. A primazia do mercado como extensão de sua expansão é um fenômeno moderno.

O mercado capitalista transformou a terra, o trabalho e o dinheiro em mercadorias “fictícias” e passou a corroer pouco a pouco a própria sociedade que lhe deu origem e condições para surgir e se desenvolver. A sociedade de mercado é insustentável, porque é fatalmente destrutiva para os contextos humanos e naturais que habita.

A chave da sustentação do sistema institucional do século XIX está nas leis que governam a economia de mercado. Até a nossa época ³⁹ a regra é que os mercados estão submetidos ao sistema social vigente na sociedade. Se houver um comportamento econômico predominante, o mercado a ele se submete.

Polanyi argumenta que o desenvolvimento do Estado moderno anda de mãos dadas com o desenvolvimento das modernas economias de mercado e que estas duas alterações foram inexoravelmente se ligando através da história. Sua conclusão foi que um Estado moderno potente foi uma condição necessária para promover mudanças na estrutura social, abrindo espaço para o estabelecimento de uma economia capitalista altamente competitiva.

Essas mudanças implicaram a destruição da ordem social básica que existia em toda a história anterior, razão pela qual enfatizou a grandeza da transformação. Seu caso empírico em grande parte se baseou no desenvolvimento capitalista na Inglaterra em relação às “leis dos pobres” (*Speenhamland*), que enxergou como a última tentativa da propriedade rural em preservar o sistema tradicional de produção e de ordem social.

³⁹ Entendido como a maturação do Capitalismo de mercado.

Polanyi argumenta que o "*laissez-faire*" foi planejado, enquanto o protecionismo social foi uma reação espontânea para o deslocamento social imposta por um mercado livre desenfreado.

A crise internacional posterior à Primeira Guerra Mundial destrói as condições de paz e de estabilidade financeira que garantiram a formação do mercado capitalista no século XIX. Surgem os regimes, que a sua maneira, procuram reestabelecer o predomínio do "social" sobre o "econômico" (tais como o fascismo e socialismo).

Argumenta que a construção de um mercado autorregulado implica a separação da sociedade em esferas econômica e política. Polanyi não nega que o mercado autorregulado tem promovido "uma riqueza material inédita", no entanto, sugere que este é um enfoque míope.

A autorregulação era desconhecida e a ideia da autorregulação foi uma inversão na visão de mundo. Pois seria danosa, como afirma:

[...] Nossa tese é que a ideia de um mercado autorregulável implicava uma rematada utopia. Uma tal instituição não poderia existir em qualquer tempo sem aniquilar fisicamente a substância humana e natural da sociedade; ela teria destruído fisicamente o homem e transformado seu ambiente num deserto. (POLANYI, 1944, p. 18)

Polanyi diz ainda:

[...] Uma economia de mercado é um sistema econômico controlado, regulado e dirigido apenas por mercados; a ordem na produção e distribuição dos bens é confiada a mecanismo autorregulável. Uma economia desse tipo se origina da expectativa de que os seres humanos se comportem da maneira tal a atingir o máximo de seus ganhos monetários. (POLANYI, 1944, p. 89)

A conclusão desses pressupostos é que a ordem na produção e distribuição dos bens é assegurada apenas pelos preços e se todas as condições são atendidas, as rendas serão suficientes apenas para comprar os bens produzidos. Se os rendimentos só são constituídos

pelas rendas, então os preços, a oferta ou demanda não devem ser regulados e a formação dos mercados não será por nada inibida.

II-2.04 – Minsky (1957)

Hyman Philip Minsky (1919-1996) é considerado dos maiores especialistas em teoria monetárias e financeiras da segunda metade do século XX. Economista de ideias keynesianas que se tornou conhecido também por suas teorias sobre as crises financeiras e pela multiplicidade de suas contribuições, tais como:

- Interpretação financeira e convencional da Teoria Geral de Keynes (Minsky 1975 e 1986);
- Teoria da Inflação (1986);
- Análise da atividade bancária (1986) e das inovações financeiras (1957);
- Bancos Centrais (1980);
- Contribuições à reconstituição histórica e interpretação das crises financeiras norte-americanas e mundiais, da Grande Depressão dos anos trinta às do início dos anos 90 (1986 e 1994);
- Controle dos bancos pelas autoridades regulatórias (1975);
- A hipótese de instabilidade financeira (1975, 1982 e 1986), que particularmente no momento está a nos interessar.

Minsky ⁴⁰ acredita que as crises são inerentes ao funcionamento dos mercados financeiros e sua “Hipótese de Instabilidade Financeira” ⁴¹ pode ser resumida em:

1-) Uma economia capitalista, que apresente um sistema sofisticado, complexo e em contínua evolução, também conhecido como “Economia de *Wall Street*”, alterna períodos de estabilidade com períodos turbulentos;

2-) Esse comportamento instável é endógeno ao sistema ou economia capitalista e decorre da busca dos agentes por (maximizar) seus interesses (tais como lucros, utilidade), que podem ser gerados mesmo a partir de situações estáveis;

3-) Os períodos turbulentos ou até caóticos podem assumir a forma de inflações interativas, bolhas especulativas ou deflações de débitos inter-relacionadas;

4-) À medida que estas turbulências se estabelecem, vão adquirindo movimento próprio. Porém, tal comportamento, cedo ou tarde, tenderá a ser revertido, seja por restrições colocadas por instituições ou práticas, intervenções de política que afetem a estrutura institucional ou mesmo por propriedades de auto-organização dos mercados. Surgiriam, então, condições propícias à emergência de um novo regime de estabilidade;

5-) É provável que o novo regime de estabilidade se caracterize por baixo nível de atividade econômica. Porém, a busca do interesse próprio por parte dos agentes acabará por gerar um novo ciclo expansivo, acarretando o surgimento de uma nova onda especulativa e com o passar do tempo, novos regimes de expansões incoerentes e contrações desastrosas se sucederiam.

⁴⁰ MINSKY, Hyman, op. cit., 1982.

⁴¹ LOURENÇO, André Luís C. de. **O Pensamento de Hyman P. Minsky**: Alterações de percurso e atualidade, 2006.

A primeira exposição da “Hipótese de Instabilidade Financeira” foi realizada em 1957, já no seu primeiro artigo realizado em parceria com Charles Walen sobre as inovações financeiras. A “Hipótese de Instabilidade Financeira” foi elaborada em um ambiente econômico de estabilidade das transações internacionais sob a égide do Acordo de Breton Woods, de relativo fechamento da economia norte-americana e da posição do dólar como principal moeda internacional e dos Estados Unidos como o banqueiro do mundo.

Posteriormente, Minsky incorporou alguns aspectos de economias abertas em sua “Hipótese”, pois a sequência de crises financeiras ocorridas desde o rompimento do Acordo de Bretton Woods reavivou o interesse pelo estudo dos aspectos internacionais das finanças.

As inovações bancárias norte-americanas remontam a um quadro institucional que refletia as ações do *New Deal* contra a Grande Depressão, em particular à ameaça de destruição da atividade bancária. O reordenamento imposto pelo *Glass-Steagall Act* e outros instrumentos legais secundários, além de remodelar toda a estrutura da política financeira (Sistema da Reserva Federal, *FDIC*, *SEC*, etc.), promoveu a segmentação bancária. O sistema bancário norte-americano passou a ser dividido entre bancos comerciais, legalmente habilitados a receberem depósitos do público, e os bancos de investimento, especializados na subscrição e colocação de títulos de longo prazo nos mercados de capitais.

Desde os anos 1950, porém, essa estrutura bancária-financeira estava produzindo inovações operacionais e de produtos que começaram a reduzir a efetividade do aparato governamental encarregado de sua regulamentação e fiscalização. O efeito cumulativo dessas inovações fez com que, a partir de meados dos anos 1960, episódios de perturbação financeira voltassem a ocorrer, após o pacífico período do pós-guerra.

Por volta de 1986, Minsky apontava para a possível incapacidade de essa estrutura ser capaz de evitar o agravamento da fragilidade financeira e manter separadas as funções

depositárias e de investimento dos bancos, bem como manter distintas as atividades bancárias típicas daquelas que caracterizavam os outros intermediários financeiros não bancários.

Os anos noventa viriam assistir à consolidação de um processo de inovações financeiras, decorrência da grandeza dos recursos geridos pelos fundos de pensões e os fundos mútuos, que passaram a definir um novo estágio do capitalismo financeiro.

Nesse novo ambiente institucional verifica-se a diminuição da importância dos bancos comerciais em financiar a atividade econômica, processo chamado de “*desintermediação*”:

[...] os proprietários imediatos de uma proporção muito grande dos passivos das empresas – especialmente das maiores empresas – são instituições que gerenciam o dinheiro no interesse de um grupo de titulares. As principais instituições gestoras do dinheiro são fundos de pensão, fundos mútuos e os departamentos de negócios dos bancos. (MINSKY, 1992, p. 28)

Devemos ressaltar que o papel dos bancos comerciais, mesmo no contexto de “*desintermediação*”, continua para Minsky, por causa da busca por lucros crescentes e pela elevação da alavancagem bancária, como “*desestabilizador endógeno*”.

A revogação do *Glass-Steagall Act* em 1999, além de promover a desregulamentação financeira, avalizou o fim da segmentação da atividade bancária entre bancos comerciais e de investimento, bem como permitiu o expressivo crescimento dos títulos securitizados e dos mercados de derivativos.

Para Minsky, certamente a revogação do *Glass-Steagall Act* não seria de todo imprevisto, pois sempre compreendeu a possibilidade da regulação tornar-se periodicamente insuficiente, pois sua própria existência tende a incentivar a busca, por parte das instituições financeiras, de inovações capazes de contorná-la.

Trata-se de uma corrida sem fim entre a norma do regulador e inovação do regulado. No cenário em que o regulado conseguisse neutralizar o regulador, a hipótese da instabilidade financeira se faria presente. Em um cenário ainda mais pernicioso, o regulado poderia ser

politicamente poderoso, a ponto de conseguir controlar o regulador ou até ser o próprio “regulador”⁴².

Portanto Minsky não atribuía à ação pública regulatória ou estatal a capacidade de estabilizar definitivamente os mercados financeiros.

Minsky é muito procurado nos momentos de crise, tendo sido cunhada em 1998, durante a crise russa, a expressão “Momento Minsky”. É o ponto em que se dá a virada da euforia dos mercados financeiros movidos a crédito fácil e abundante para o pânico onde ninguém deseja emprestar a ninguém e os ativos financeiros tendem a valer tanto quanto o pó.

A experiência da estabilidade faz com que os agentes privados se tornem não avessos ao risco, diminuindo as margens de segurança de suas transações, expondo-se cada vez mais a riscos. A complacência pode levar a exposição do risco dos juros, fazendo o tomador de empréstimos de dívidas de curto prazo para aplicação em ativos de longo prazo, com ganhos lastreados nos diferenciais de *spreads* (arbitragem).

Na sua postulação, os mercados possuem uma série de estágios quanto ao risco. As empresas que participam dos primeiros estágios do ciclo, em geral não estão alavancadas, sendo denominadas firmas protegidas, já que suas receitas cobrem suas despesas.

O sucesso das primeiras empresas atrai novos investidores, que por sua vez se utilizam da alavancagem para tentar obter rendimentos superiores àqueles auferidos pelos que operam com recursos próprios.

No próximo momento, as firmas, já em processo de especulação, se alavancam a tal ponto que eventualmente necessitam fazer empréstimos para cumprir alguns de seus pagamentos de juros no curto prazo para financiar suas lucrativas posições de longo prazo.

⁴² Sendo muito comum cargos de alto escalão das Instituições Regulatórias serem preenchidos por representantes dos regulados oriundos do mercado financeiro.

Todos podem se beneficiar, tantos os que atuam no curto prazo como os que atuam no longo prazo.

O estágio final é caracterizado pela proliferação de firmas “*Ponzi*”, aquelas que precisam de empréstimos para pagar os juros da dívida anteriormente assumida, conduzindo-as a um ciclo de endividamento sem fim e de crescimento contínuo da dívida. O colapso da posição de endividamento alavancado torna-se, quanto mais longo for o prazo do endividamento, mais vulnerável a qualquer quadro novo que impacte negativamente o mercado, pois esse tende a remarcar seus preços e prêmios de forma abrupta.

Capítulo III – Uma breve história das crises financeiras sistêmicas

III-1 - A Crise de 1873 - O pânico de 1873 e a mais longa depressão

III-1.01 - As Origens

O Pânico de 1873 tem sido descrito como "a primeira crise verdadeiramente internacional", seguida pela que ficou conhecida como "A mais Longa Depressão" enfrentada pelo sistema capitalista. Foi uma crise econômica de dimensão mundial experimentada na segunda metade da época vitoriana, que se fez sentir principalmente na Europa e nos Estados Unidos, que por sua vez vinham experimentando um forte crescimento econômico impulsionado, respectivamente, pela Segunda Revolução Industrial e pela conclusão da Guerra Civil Americana.

Na Grã-Bretanha resultou em duas décadas de estagnação, pois o país esteve em contínua depressão entre 1873 a 1896, durante a qual perdeu sua liderança econômica mundial. A Grã-Bretanha é usualmente considerada como tendo sido o país mais atingido, pois durante esse período, perdeu alguns de seus parques industriais para as economias da Europa Continental, principalmente para a Alemanha. Nos Estados Unidos, o período depressivo, que se seguiu ao Pânico de 1873, se estendeu de 1873 a 1879 ⁴³.

⁴³ Com 65 meses é contração com maior duração identificada pelo NBER (*The National Bureau of Economic Research*), eclipsando em termos de duração a Grande Depressão de 43 meses de contração iniciada em 1929.

Gráfico 1: Preços britânicos no atacado (1873 a 1913).



Fonte: Mitchell (1978)

Durante a depressão de 1873-96, a maioria dos países europeus teve uma queda drástica nos preços (deflação). Ainda assim, muitas empresas foram capazes de reduzir os custos de produção e alcançar melhores taxas de produtividade e, como resultado, a produção industrial aumentou 40% na Grã-Bretanha e mais de 100% na Alemanha.

A diferença entre a taxa de produtividade relativa ao crescimento industrial britânico e alemão pode ser explicada pela comparação das taxas de formação de capital nos dois países. Durante a depressão, a taxa da formação bruta de capital britânica em relação ao produto nacional líquido caiu de 11,5% para 6,0%, enquanto na Alemanha aumentou de 10,6% para 15,9%.

Em essência, no decurso da depressão, a Grã-Bretanha aplicou uma política industrial defensiva, enquanto a Alemanha estimulou a produção e ampliação da capacidade das plantas industriais, aumentando e ajustando a formação de capital. Por exemplo, a Alemanha aumentou fortemente o investimento em relação à infraestrutura, por meio da ampliação das linhas de transmissão de energia elétrica, estradas e ferrovias, enquanto a infraestrutura na Grã-Bretanha se estagnou. A diferença resultou em diferentes taxas de crescimento durante e depois da depressão.

Quanto à origem da crise, segundo Kindleberger ⁴⁴, deve-se ao pequeno pagamento efetuado pela França como parte da indenização da Guerra Franco-Prussiana em 1873, correspondente a um décimo daquele efetuado em 1871.

A falta de recursos implicou uma grande instabilidade na Alemanha, que por sua vez tinha passado recentemente pelo processo de unificação promovida por Bismarck (1871). Essa instabilidade se transmitiu para a Áustria. No entanto, essa não é a única causa da depressão.

Irving Fisher (1933) acreditava que o pânico de 1873 e a gravidade das contrações que se seguiram poderiam ser explicados pela dívida e pela deflação. Fisher dizia que um pânico financeiro provocaria uma catastrófica desalavancagem pela tentativa de venda de ativos e aumento das reservas de capital por parte dos investidores.

A corrida para venda de ativos provocaria um colapso nos preços dos ativos e deflação, o que por sua vez, obrigava as instituições financeiras a vender mais ativos, apenas para manter a relação entre patrimônio e depósitos. Para Fisher, se os poderes públicos e empresas privadas iniciassem esforços coordenados para estabilizar os mercados financeiros, a crise teria sido menos grave.

⁴⁴ Kindleberger não se estende demasiadamente sobre as causas do *crash*. Diz que o problema foi não ter-se detido o pânico rapidamente, como ocorreu em Londres em 1847, 1857 e 1866, trazendo como consequência a prolongada recessão que se seguiu. KINDLEBERGER, op. cit., 2000, p. 169.

Se considerarmos a abordagem de Eichengreen (2000), os problemas são anteriores ao não completo pagamento das reparações de guerra pela França à Alemanha, mas inicialmente decorrentes das instabilidades provocadas pelo padrão bimetalico.

Enquanto isso, a Grã-Bretanha, que acidentalmente ⁴⁵ havia adotado o padrão-ouro ainda no século XVIII, emergiu como a maior potência industrial e comercial a nível mundial. Em decorrência da grandeza do comércio e dos empréstimos dos bancos da City Londrina, os países europeus se viram tentados a adotar padrões monetários baseados tanto na prata e no ouro ou bimetálicos.

Porém, o sistema bimetalico enfrentava dificuldades decorrentes do crescimento das transações internacionais, em consequência das inovações que reduziram os custos de transportes e das tarifas ocorridas na década de 1860, bem como em decorrência das inovações na cunhagem das moedas, agora produzidas através de máquinas a vapor, resultando em um expressivo aumento da circulação monetária das moedas de prata.

As moedas de prata, no entanto, tinham graus de pureza diversos. Por exemplo, a moeda italiana tinha uma proporção de 83,5% de prata e a francesa de 90%, o que levava os franceses a utilizarem a moeda italiana e a guardarem a francesa como reserva de valor, fazendo-a sumir de circulação.

Na tentativa de resolver o problema, a Bélgica em 1865 realizou uma Conferência Internacional, que resultou na formação da União Monetária Latina (Bélgica, França, Itália, Suíça e posteriormente Grécia), que padronizou a cunhagem das moedas na base de 83,5% de proporção de pureza da prata. Porém, com a deflagração da Guerra Franco-Prussiana, a França, Rússia, Itália e o Império Austro-Húngaro suspenderam a conversibilidade.

⁴⁵ O ressurgimento moderno do padrão-ouro pode ser localizado em 1717, quando Sir Isaac Newton responsável pela Casa da Moeda Inglesa fixou, dizem que acidentalmente, para prata um preço em ouro excessivamente baixo, fazendo sumir as moedas de prata, sendo finalmente o padrão-ouro reconhecido na Inglaterra em 1774. EICHENGREEN, Barry, op. cit., p. 29.

A Grã-Bretanha, que não aceitou o convite para participar da Conferência, mantinha sua estabilidade no padrão-ouro intacto e financiava, via a *City* de Londres, uma parcela significativa do comércio alemão. A indenização à Alemanha em decorrência da derrota dos franceses constituiu-se na base do marco, a nova moeda nacional alemã lastreada em ouro conforme o Tratado de Paz de Frankfurt, assinado em 1871, estimulando a adoção do padrão-ouro a nível internacional.

Porém o padrão-ouro trouxe a deflação dos preços, e Friedman (1963) também entende que o bimetalismo teria proporcionado um nível mais estável de preços, com o que concorda Eichengreen (2000), pois para ele a manutenção da cunhagem da prata poderia ter evitado a deflação:

[...] Se a cunhagem da prata tivesse sido mantida nos Estados Unidos e Europa, teria havido uma quantidade maior de dinheiro para a compra da mesma quantidade de mercadorias, e essa deflação poderia ter sido evitada (EICHENGREEN, 2000, p.44).

Os governos não perceberam a correlação entre a cunhagem de prata e a inflação. Não havia ainda, no início da década de 1870, base para a compreensão sobre o declínio dos preços, porém após uma década de deflação, em 1880 esta correlação estava compreendida, mas não havia coordenação internacional para reverter o quadro.

Os Estados Unidos, onde em razão das descobertas de minas de prata e do quadro deflacionário que atingia os poderosos produtores rurais, promoveram uma nova conferência monetária internacional em 1878 para coordenar o retorno ao bimetalismo.

Entretanto, a Alemanha, que tinha adotado o padrão-ouro recentemente, não aceitou participar e a Grã-Bretanha, pelo seu antigo comprometimento com o padrão-ouro, apesar de comparecer, não se comprometeu em aceitar as modificações monetárias.

Tanto na Alemanha quanto no Império Austro-Húngaro a economia experimentava uma forte expansão entre 1871 e 1873, em decorrência da Revolução Industrial e da unificação alemã. Esse período ficou conhecido por “*Gründerzeit*”⁴⁶.

Com a vitória militar Prussiana ao fim da Guerra Franco-Prussiana (1870-1871), a França foi obrigada a arcar com despesas em reparações de guerra da ordem de cinco bilhões de francos. Em consequência, entre 1871 e 1873, o capital ficou ainda mais abundante, incentivando a especulação no mercado de ações (principalmente na Bolsa de Viena), na construção de ferrovias, portos e navios e principalmente no mercado imobiliário.

Quanto à inovação tecnológica, o processo de *Bessemer* revolucionou a fabricação do aço, diminuindo o seu custo e as exigências de trabalho para sua produção. A disponibilidade de aço barato permitiu a viabilização de projetos de construção de grandes pontes, bem como construção de ferrovias, arranha-céus e navios de grande porte com a utilização em larga escala desse material.

Porém, os sistemas bancários de diversos impérios europeus estavam fragilizados pelo excesso de empréstimos e inversões, especificamente no Império Austro-Húngaro (formado em 1867), nos Estados Unificados pela Prússia (1871) e na França. Esses governos apoiaram o surgimento de instituições financeiras especializadas na concessão de empréstimos para o mercado imobiliário residencial e municipal por meio do instrumento de crédito hipotecário (*mortgages*).

A disponibilidade do crédito hipotecário resultou em uma expansão especulativa no mercado imobiliário, quando os preços dos terrenos simplesmente não mais paravam de subir. A facilidade na obtenção de crédito impulsionou significativa expansão da construção

⁴⁶ KINDLEBERGER, Charles P. **Historical economics: art or science?**, 1990, p.314.

imobiliária, tanto que é um período em que foram construídos rebuscados e belos edifícios nas cidades de Viena, Berlim e Paris.

Aproveitando a oportunidade, os investidores se hipotecavam cada vez mais, utilizando-se inclusive de residências ainda no projeto (inexistentes) ou parcialmente construídas, como forma de garantia (*collateral*).

Nos Estados Unidos, entre 1865 (fim da Guerra da Secessão) e 1873, a malha ferroviária praticamente duplicou, sendo construídos 56.000 km de linhas férreas. Com essa nova capacidade e com os imensos recursos naturais e industriais a sua disposição, os Estados Unidos passam a competir com vantagem nos mercados europeus.

A Grã-Bretanha, maior importadora de trigo, passa comprar a partir de 1871, dos americanos, provocando graves problemas aos exportadores russos e da Europa Central, que viram seus preços em muito se desvalorizarem. Em 1872, foi a vez do querosene e alimentos industrializados americanos derrubarem os preços do óleo de colza, da farinha de trigo e da carne. A superpotência norte-americana havia chegado ao mercado europeu.

O desordenamento trazido pelo novo cenário ensejou a instabilidade bancária iniciada em maio de 1873 na Europa Central, na Áustria e na Alemanha, que por sua vez passou a utilizar sua nova moeda sem retirar a velha prata de circulação, pois Bismark começou em novembro de 1871 a desmonetização da prata, sendo adotado definitivamente o padrão-ouro em julho de 1873.

A incerteza expandiu-se para Itália, Holanda e Bélgica. Atingiu os Estados Unidos em setembro e retornou à Europa em novembro para envolver a Inglaterra, França e Rússia.

Em Berlim, o império de transporte ferroviário de Bethel Henry Strousberg faliu, estourando a bolha de especulação local. A contração da economia alemã, conhecida como

“*Gründerkrach*”, foi agravada pelos pequenos pagamentos de reparações de guerra da França à Alemanha, em setembro de 1873.

As taxas interbancárias explodiram porque os bancos ingleses, que poderiam minorar a situação estavam muito temerosos, pois não conheciam quais e em que nível os bancos continentais estavam seriamente envolvidos na crise das hipotecas. Era melhor ficarem líquidos (preferência pela liquidez). Assim pensaram e agiram.

A Alemanha, que foi a primeira a apoiar investimentos nas ferrovias americanas e em outras terras no ocidente, em 1873, interrompe abruptamente os aportes. As ferrovias americanas foram as primeiras vítimas da crise bancária europeia.

As ferrovias haviam criado instrumentos financeiros complexos, que prometiam um retorno fixo e tinham sido bem vendidos em 1871. Porém, não havia garantias adequadas nos contratos e poucos entenderam o objeto subjacente que foi dado em garantia para os investidores em caso de inadimplência. Quando os preços dos títulos começaram a cair, os investidores começaram a duvidar de seu valor e resgate, obrigando as ferrovias a levantarem empréstimos bancários de curto prazo para continuar operando.

Os bancos dos países da Europa Central faliram, pois perdiam celeremente competitividade frente aos Estados Unidos, fazendo com que os níveis de incertezas crescessem, tornando o custo do crédito interbancário insuportável.

O cenário financeiro volátil levou consigo a bolsa de Viena, que, a partir do dia 08 de maio até o dia 10 de maio de 1873, entrou em colapso, quando foi fechada por três dias, na tentativa de diminuir o pânico entre seus investidores.

Quando o pânico parecia ter ficado circunscrito ao Império Austro-Húngaro, voltou-se para os Estados Unidos. Em razão da crise bancária europeia, as taxas de empréstimo de curto

prazo também dispararam em 1873, levando as ferrovias norte-americanas a ficarem em sérias dificuldades.

Então a importante casa bancária Jay Cooke & Co ⁴⁷, financiadora das companhias ferroviárias norte-americanas e ligada a bancos ingleses, mostrou-se incapaz de saldar suas dívidas. Sua falência, no que foi seguida pelo banco de Henry Clews, desencadeou uma reação em cadeia de falências bancárias, levando o fechamento temporário da Bolsa de Nova Iorque ⁴⁸.

O pânico instalado no mercado acionário norte-americano transmitiu-se para a economia real, quebrando nos três a quatro anos seguintes centenas de bancos e literalmente milhares de negócios ⁴⁹.

O contágio financeiro retornou para a Europa, provocando um novo pânico na Bolsa de Viena e em outras bolsas europeias. Na Europa Central e Oriental, os tempos eram ainda mais difíceis. O sentimento nacionalista atribuía a crise a uma combinação maligna de bancos estrangeiros e aos judeus. O antissemitismo se mostrou atraente para milhares de pessoas que perderam seus meios de subsistência na depressão econômica.

Tinham encontrado seus bodes expiatórios: os estrangeiros e os judeus, e no futuro criariam a ideologia que justificaria persegui-los sistematicamente.

⁴⁷ Em 18 de setembro de 1873, declarou falência. LUBETKIN, M. J. **Jay Cooke's gamble: the Northern Pacific Railroad, the Sioux, and the Panic of 1873**, 2006, p. 284.

⁴⁸ Houve uma queda de aproximadamente 25% em uma semana na Bolsa de Nova Iorque, antes de seu fechamento por dez dias a partir de 20 de setembro. Era uma primeira Quinta-Feira Negra norte-americana (18 de setembro de 1873). O pânico retornou para as bolsas europeias, sendo particularmente severo em Viena e Berlim. TVEDE, Lars. **Business cycles: from John Law to the Internet crash**, 2001, p. 56-57.

⁴⁹ Das 364 ferrovias, 89 faliram em 1873. Um total de 18 mil empresas faliram entre 1873 e 1875. A taxa de desemprego atingiu 14% em 1876. Obras de construção interrompidas, os salários foram cortados, os valores dos imóveis caíram e os lucros das empresas desapareceram. *Ibid.*, p. 57.

III-1.02 - O Cenário Norte-Americano

Na primeira metade do século XIX, os Estados Unidos experimentaram um rápido crescimento econômico com declínio de preços. A expansão do papel-moeda iniciada com a Guerra Civil Americana continuou trazendo efeitos mesmo após seu término, lançando bases para um forte crescimento econômico e a aparente incompatibilidade de redução de preços.

O Presidente Lincoln, impelido pelas despesas da guerra que a União travava contra a Confederação Sulista, recorreu aos banqueiros de Nova Iorque, que concordaram em realizar os empréstimos a uma “módica” taxa de 36% ao ano. O Secretário do Tesouro Salmon P. Chase sugeriu a criação dos “*greenbacks*”⁵⁰, moeda fiduciária com curso legal e sem conversibilidade.

As notas emitidas pelo Banco Nacional atingiram cerca de US\$ 300 milhões até 1866. O crescimento continuou, porém, lentamente, e em 1874 estavam em US\$ 340 milhões e essas notas continuaram no sistema monetário norte-americano até 1935.

Em 1867, praticamente 3/4 do dinheiro circulante advinha da expansão monetária ocorrida na Guerra Civil Americana. As moedas de prata e de ouro continuaram a ser emitidas e em 1878 a paridade entre o papel-moeda e moedas foi restabelecida.

Poucos anos após o término da Guerra Civil Americana, houve uma breve recessão (1865-1867), que deu lugar a um *boom* de investimentos, focados especialmente nas ferrovias e em terras públicas no oeste, sendo uma expansão financiada também por recursos financeiros europeus.

⁵⁰ Um padrão fiduciário para o papel-moeda, não lastreado pelo ouro e contra a livre flutuação do ouro e outras moedas, inteiramente garantido pelo governo dos Estados Unidos – criado em 1862, durante a Guerra Civil Americana e existindo até 1879. Conhecido como período “*Greenback*”. DOBSON, John M. **Bulls, bears, boom, and bust: a historical encyclopedia of American business concepts**, 2006, p. 161.

A casa bancária Jay Cooke & Co, após a guerra civil americana, passou a investir em ferrovias e em 1870 financiou a construção da *Northern Pacific Railway*. O governo federal doou cerca de 40 milhões de hectares de terras públicas no oeste para a empresa e Jay Cooke emitiu US\$ 100 milhões em debêntures, que se mostraram praticamente invendáveis. As dificuldades bancárias na Europa acabaram levando o banco de Jay Cooke à falência e através dele os outros, como já relatado.

Como entre 1873 e 1877 muitas pequenas fábricas e oficinas norte-americanas faliram, forçaram dezenas de milhares de trabalhadores a se tornarem transientes ⁵¹, sendo muitos deles ex-soldados da guerra civil. Os termos pejorativos *tramp e bum* (vagabundo) eram referência aos ex-soldados, se tornaram coloquiais entre os americanos.

A situação produziu explosões de violência nas grandes cidades, como em Nova Iorque, Boston e Chicago. Na *Tompkins Square*, Nova Iorque, em 1874, a polícia entrou em conflito com a multidão, espancando milhares de homens e mulheres. Um dos mais sangrentos conflitos da história americana aconteceu nos campos de carvão da Pensilvânia em 1875, quando operários foram massacrados por uma força privada encomendada pelo Estado.

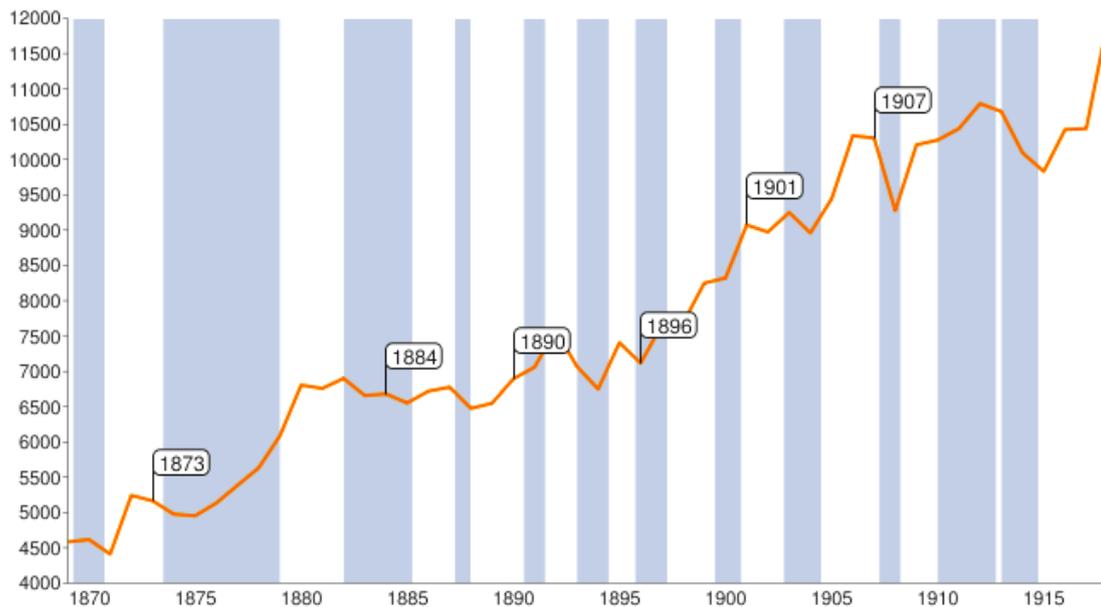
Uma greve dos ferroviários em 1877 levou as multidões a destruírem as estações ferroviárias em Pittsburgh, Chicago e Cumberland, especialmente na Pensilvânia e no grande entroncamento ferroviário de Chicago. O Presidente Rutherford B. Hayes enviou tropas federais na tentativa de conter os ataques. Combates entre grevistas e tropas federais levaram a mais de 100 óbitos.

A tensão entre os trabalhadores, os banqueiros e os proprietários de indústrias continuou mesmo com o fim da depressão na primavera de 1879. O fim da crise coincidiu com o início da grande onda de imigração para os Estados Unidos que durou até o início dos anos 1920.

⁵¹ Cabe observar que esse fato que se repetiu na grande depressão de 1929.

Se o início da depressão americana está localizado em 1873, porém o seu fim é controverso. Para o NBER (*The National Bureau of Economic Research*), a depressão terminou em março de 1879. Em janeiro de 1879, os Estados Unidos retornaram ao padrão-ouro - fim do chamado período “*Greenback*” (1867-1879) - que haviam abandonado durante a Guerra Civil, que ajudou a estancar a deflação na economia, sendo também ajudada pela boa safra agrícola de 1879 e a entrada em vigor do *Specie Resumption Act*. Observando o gráfico 2, podemos verificar que o pior período da depressão aconteceu entre 1873 e 1876.

Gráfico 2: Produto Nacional Bruto *per capita* (1869 a 1918).



Fonte: NBER (*The National Bureau of Economic Research*)

Os dados e argumentos trazidos por Friedman e Schwartz (1963), relativos ao período 1873-1879, apontam para o crescimento anual do Produto Nacional Líquido de 3% a.a., um excelente crescimento do Produto Nacional Bruto 6,8% a.a. e um forte crescimento de 4,5% a.a. do produto per capita.

Para eles, a “contração monetária” alegada pelos historiadores econômicos nunca ocorreu, pois a oferta de moeda aumentou em 2,7% a.a. em média no período 1873-1879. Entretanto, admitem a queda dos preços em 3,8% a.a. na média.

Routhbard (2002) ⁵² afirma que a “Grande Depressão”, tanto a norte-americana quanto a inglesa, é um mito, pois houve prosperidade e crescimento econômico e melhoria do padrão de vida dos consumidores. O principal efeito do pânico de 1873 foi o de levar à falência os bancos e as companhias ferroviárias que estavam envolvidos em especulação e subsídios governamentais.

A população cresceu a uma taxa média de 2,3% a.a. entre 1880 e 1890 ⁵³. Uma possível consequência de um crescimento populacional expressivo é o seu reflexo nos salários reais. Estima-se que, durante o inverno de 1873-1874, um quarto dos trabalhadores em Nova Iorque estava desempregado e a nível nacional chegou a um milhão de desempregados.

Os monetaristas acreditam que a depressão de 1873 foi causada em ulterior análise pela escassez de ouro, implicando instabilidades para os países que adotavam o padrão-ouro. Apenas os momentos de abundância produzidos pelas corridas do ouro, tais como a *California Gold Rush* (1848), *Witwatersrand Gold Rush* (África do Sul - 1886) e *Klondike Gold Rush* (Canadá - 1898) ajudaram a aliviar essas crises.

Outras análises têm apontado surtos de desenvolvimento, tais como nos ciclos de Kondratiev, teorizando que a Segunda Revolução Industrial estava causando grandes mudanças nas economias de muitos países, impondo custos decorrentes da transformação da estrutura de produção e da inovação tecnológica, tendo assim indiretamente contribuído para a formação do cenário depressivo.

⁵² ROTHBARD, Murray N. **A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II**, 2002, p. 154.

⁵³ HARRIS, S. E. **American Economic History**, 2002, p. 248.

Kondratiev (1920) identificou três fases do ciclo: expansão, estagnação, recessão, sendo comum hoje a divisão em quatro períodos, com um ponto de inflexão entre a primeira e a segunda fase. Propôs três grandes ciclos econômicos para explicar o século XIX:

1-) 1790 a 1849, com um ponto de inflexão em 1815.

2-) 1850 a 1896, com um ponto de inflexão em 1873.

3-) Kondratiev supunha que em 1896, um novo ciclo havia começado (e que certamente terminaria em 1929).

Para Kondratiev, as fases dos ciclos afetam a economia como um todo. A fase ascendente é caracterizada por aumento de preços, taxas de juros altas e crescimento econômico. A próxima fase é caracterizada pela saturação dos grandes mercados ou da infraestrutura, criando uma estagnação na economia. A fase de estagnação é caracterizada pela falta de boas oportunidades de investimento que leva a baixas taxas de juro e desregulação das normas de crédito, que por sua vez pode levar a um *boom* especulativo, seguido por uma bolha, pânico e crise financeira.

Segue-se a deflação, geralmente acelerada durante a fase descendente do ciclo. As inovações tecnológicas, que elevaram a produtividade e reduziram os custos de transporte, teriam ajudado a criar uma deflação estrutural no último quartel do século 19, ajudados pelo padrão-ouro.

Houve uma rápida retomada da fase ascendente entre 1895 até a criação da Reserva Federal em 1913. A inflação aumentou acentuadamente durante a Primeira Guerra Mundial, mas a deflação voltou logo após o término da guerra e durante a depressão de 1930, quando a maioria dos países passou a abandonar o padrão-ouro.

Deve-se ressaltar que, mesmo após o fim da depressão em 1879, a economia norte-americana permaneceria instável, enfrentando, segundo Milton Friedman, recessões por 114 dos 253 meses, até janeiro de 1901.

Retornando ao final do século XVIII, após a Guerra da Independência dos Estados Unidos em 1776, foi estabelecido o padrão-prata, tendo como âncora cambial o dólar de prata espanhol. Mas em 1792 o Congresso Americano aprovou a Lei da Cunhagem, estabelecendo um padrão dólar bimetálico. Então tanto a prata quanto o ouro foram consideradas moedas com curso legal e a razão (*ratio*) prata/ ouro foi fixada em 15/1.

O aumento da produção de prata no México e o aumento da sua oferta provocaram uma desvalorização da prata, fazendo o ratio cair em 1805 para aproximadamente 15,75 por 1. Dessa forma, a prata expandiu sua circulação, sumindo o ouro, bem ao estilo da Lei de *Gresham*⁵⁴.

A Lei da Cunhagem de 1834 tentou eliminar a distorção da prata em relação ao ouro, mudando a relação para 16/1. A relação refletia os valores de mercado das moedas de ouro e prata, que circulavam lado a lado por cerca de 40 anos.

A década de 1850 foi caracterizada por descobertas de novas fontes de ouro, principalmente na Califórnia, o que aumentou a produção e fornecimento de ouro em relação à prata. Agora eram as moedas de prata que sumiram de circulação.

Enquanto a maioria das nações desenvolvidas seguia a Grã-Bretanha adotando o padrão-ouro, a controvérsia sobre o lugar de prata no sistema monetário norte-americano dominou as duas últimas décadas do século 19. Por sua vez, a demanda por ouro era superior ao seu fornecimento, valorizando seu preço. Apenas a descoberta de novas minas e fontes de

⁵⁴ A Lei de *Gresham* resume-se na seguinte frase: "A moeda ruim tende a expulsar do mercado a moeda boa". Seus efeitos ocorreram diversas vezes durante o padrão bimetálico. ROTHBARD, Murray N. op. cit., 2002, p. 53.

ouro no Alasca e na África do Sul e os avanços tecnológicos na prospecção aumentaram de maneira espasmódica a produção de ouro.

Ao mesmo tempo, grandes descobertas de prata em Nevada e em outros Estados ocidentais dos Estados Unidos empurraram ainda mais para baixo o valor da prata em relação ao ouro. Em 1853, deliberadamente, o Congresso decidiu mudar o valor das moedas até US\$ 5,00, supervalorizando-as em relação ao ouro, pois assim não saíam de circulação.

A Lei de Cunhagem de fevereiro de 1873, *Coinage Act (The Fourth Coinage Act)*, que ficou conhecido como “*The Crime of 1873*”, continha a decisão de retirar padrão bimetálico do dólar norte-americano por meio da desmonetização da prata com a intenção de firmar o padrão-ouro como referência do sistema monetário norte-americano. De certa forma não produziu maiores consequências, pois a prata já estava em desuso, porém a lei recebeu forte oposição dos estados produtores de prata (Nevada, Colorado, Idaho).

A pressão resultou na aprovação pelo Congresso *Specie Resumption Act* em janeiro de 1875, que previa:

- O Tesouro deveria estar preparado para resgatar as notas com curso legal (todos os tipos) na paridade ouro a partir de 01 de janeiro de 1879.
- O Tesouro deveria gradualmente retirar os “greenbacks” de circulação
- Todas as notas menores que um dólar seriam retiradas de circulação, sendo substituídas por moedas de prata.

A política contra a deflação dos preços era influenciada pelos movimentos “*Greenbackism*”⁵⁵ e “*Free Silver Movement*”⁵⁶, influência que não terminou até a derrota, a primeira entre tantas, do candidato William Jennings Bryon à eleição presidencial de 1896.

O *Bland-Allison Act*, promulgado pelo Congresso em 1878, previa a livre cunhagem da prata. O projeto era de autoria do Deputado P. Richard Bland, que incorporava as ideias dos movimentos anteriormente citados. Apesar de sua aprovação na Câmara, era inaceitável para a maioria do Senado. Coube ao Senador William B. Allison, objetivando sua aprovação, propor alterações, daí o nome da lei.

A lei obrigava o Tesouro a adquirir entre US\$ 2 milhões e US\$ 4 milhões em lingotes de prata por mês ao preço de mercado das minas ocidentais e que deveriam ser convertidos em dólar de prata com curso legal. Tratava-se de um retorno ao bimetalismo, porém o Presidente Rutherford B. Hayes, pressionado por interesses industriais e bancários, vetou a lei, enquanto o Congresso em reação cancelou veto presidencial. Então, durante a administração Hayes, passou-se a comprar apenas a quantidade mínima de prata, neutralizando o possível impacto do *Bland Allison Act* na economia.

O reinício (*Resumption*) de 1879, em razão do reordenamento monetário, foi seguido de uma *boom* de confiança na moeda, que foi reforçado por uma maciça exportação de gêneros alimentícios para diversos países em resposta a quebras de safras. O estoque de ouro quase que dobrou entre 1879 e 1881, passando de aproximadamente US\$ 139 milhões para US\$ 210 milhões.

⁵⁵ Partido constituído após o término da guerra civil que defendia a manutenção do papel-moeda em circulação: os *Greenbacks*. DOBSON, John M., op. cit., p.162.

⁵⁶ Defendiam a livre e ilimitada cunhagem de prata. Este movimento foi precipitado pelo *Coinage Act* do Congresso norte-americano em 1873, também conhecido como “Crime de 1873”. DOBSON, John M., op. cit., p.163.

Implicou o aumento da moeda em circulação, que elevou os preços em aproximadamente 10%, enquanto os preços ingleses se mantinham constantes e suas reservas decaíram 40%, forçando-os a elevar as taxas de juros de 2,5% para 6% ao ano a fim de evitar maiores perdas de reservas.

Tecnicamente, a depressão terminou em 1879, havendo um rápido crescimento do estoque de dinheiro entre 1879 e 1882, que foi acompanhado por um rápido crescimento dos preços, apenas contidos em 1886. Os preços se mantiveram constantes de 1886 a 1891, com um breve aumento em 1892 e 1893, quando novo pânico financeiro ressurgiu.

Devemos lembrar que o confuso e desregulado sistema financeiro norte-americano estava sujeito a periódicas crises, pois presenciou além do pânico de 1873, os ocorridos em 1884, 1890, 1893 e 1907, com as características corridas e falências bancárias.

Apenas com promulgação do *Federal Reserve Act*, de 23 de dezembro de 1913, houve uma regulação mais adequada ao sistema bancário, passando-o à subordinação do *Federal Reserve System*, também conhecido como *The System*.

Na disputa entre os padrões monetários, foram ainda promulgadas, no século XIX, duas importantes legislações após o *Bland-Allison Act*. As duas após o término da depressão 1873-1879.

O primeiro foi o *Sherman Silver Purchase Act*, de 14 de julho de 1890, que obrigava o Tesouro a comprar 4500 mil onças de prata por mês, um adicional além do que já estabelecia o *Bland-Allison Act*, emitidos notas especiais que poderiam ser trocadas por prata ou ouro. Mais uma vez a ***Lei de Gresham*** aconteceu e os investidores escolheram o ouro, baixando enormemente as reservas desse metal. Com o pânico de 1893 e o esgotamento das reservas do Tesouro, o Presidente Grover Cleveland revogou a lei e teve que se socorrer com o banqueiro J.P. Morgan.

O segundo foi o *Gold Standard Act*, de 14 de março de 1900, que objetivava definir e fixar um valor padrão em ouro para representar a paridade de todas as moedas emitidas ou cunhadas nos Estados Unidos, para pagamentos de dívidas públicas e outros fins financeiros. O valor fixado para o ouro foi de US\$ 20,67 por onça. A lei permitia o uso das moedas de prata, porém assegurava a primazia do padrão-ouro na política monetária norte-americana.

Enquanto a situação das empresas industriais que dependiam da demanda sazonal e de capital externo era calamitosa, Andrew Carnegie, Cyrus McCormick e John D. Rockefeller tinham reservas de capitais suficientes para financiar o seu crescimento contínuo e adquirir seus concorrentes a preços de balcão.

III-1.03 - Considerações sobre a crise de 1873

O resultado da crise de 1873 foi o surgimento de diversos monopólios e cartéis. A concentração industrial americana tinha começado.

No último quartel do século 19, os bancos de investimentos americanos passaram a promover a fusão entre o capital industrial e a alta finança. O resultado do processo de concentração e centralização do capital, em um ambiente de desregulamentação financeira, foi submeter todos os setores da economia ao domínio das grandes empresas (*trustes*).

A expansão econômica americana do século XIX estava assentada na inserção na divisão internacional do trabalho em conformidade com a política hegemônica britânica.

Essa política estava lastreada nas finanças internas desreguladas - inclusive a bancária, no protecionismo comercial (barreiras tarifárias e outras) e nos benefícios fiscais e monetários concedidos pelo Estado aos empresários promotores do desenvolvimento - principalmente industriais.

A visão liberal de mundo do Estado Americano estava voltada para garantir as normas de concorrência predatória, no sentido "darwinista" ⁵⁷, cuja influência pode ser avaliada apenas por dizer que um dos seus admiradores era simplesmente o magnata do petróleo John D. Rockefeller, o homem mais rico do mundo e primeiro bilionário americano ⁵⁸.

A simbiose entre o poder político e os interesses de cunho privado deu ensejo a condições favoráveis de patrocínio das atividades empresárias, além da fruição da permissividade das instituições liberais, traduzida, por exemplo, na inexistência da legislação comercial regulatória do comércio. Fato é que os próprios bancos ingleses ficavam muito temerosos do risco de *default*, pois não saberiam como começar a recorrer contra possíveis inadimplentes.

Porém não devemos nos enganar. Se por um lado os direitos de propriedade não estavam suficientemente desenvolvidos, por outro, os Estados Unidos eram uma economia em rápido crescimento, chegando ao final do século XIX como o maior parque industrial do mundo e um poderoso ator no cenário internacional.

O crescimento econômico direcionado para e pela Grande Corporação Americana, resultado do processo de "*trustificação*", se constituiu na base nacional para a posterior alavancagem do grande capital transacional e multinacional do capitalismo norte-americano no século 20.

⁵⁷ O "darwinismo social" será visto adiante quando tratamos dos antecedentes da crise de 1929, quando citaremos Herbert Spencer. Ver TAVARES, M. C. e BELLUZZO, L. G.- In FIORI, J. L. (org.). **A Mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano**, 2004.

⁵⁸ John Davison Rockefeller (8 de julho de 1839 – 23 de maio de 1937). Fundador da *Standard Oil Company* (1870). Também é considerado por alguns como o homem mais rico de todos os tempos, se atualizada sua fortuna em termos reais, DOBSON, John M., op. cit., p. 164.

A implementação de mudanças estruturais da organização industrial e tecnológica (a inovação tão necessária) trouxe consigo o fortalecimento da ala financeira por meio do surgimento dos grandes bancos, já que tais medidas vivem a solicitar empréstimos.

A expansão contínua dos lucros excedentes obriga, pois já não há mais espaço na economia americana, a busca por mercados externos, tanto para os produtos industriais como para o capital financeiro. A grande empresa americana vai condensar os modos mercantis, industriais e financeiros como um bloco e também copia as práticas dos antigos Estados expansionistas.

A economia capitalista mundial encontrou uma crise de confiabilidade de seus negócios a partir da grande depressão de 1873. Apesar da recuperação ocorrida nas décadas de 1880 e 1890, os sintomas (baixas taxas de lucro, declínio dos salários reais, desemprego) da crise ainda persistiam. Essas condições econômicas exacerbaram e conduziram a uma competição entre os países industrializados por mercados, matérias-primas e dominação territorial, principalmente por meio das grandes firmas multinacionais.

Entretanto, os investimentos em novas tecnologias, tais como em máquinas e turbinas movidas à combustão interna, e as inovações na indústria química conduziram à expansão das firmas, decorrente do aumento da competitividade dos produtos norte-americanos e alemães.

A Inglaterra não acompanhou o movimento tecnológico inovador e começou a perder seu papel hegemônico na economia mundial. Assim a crise de 1873 não apenas assinalou uma crise econômica sistêmica, mas também o início do declínio da hegemonia Inglesa e da ascensão dos Estados Unidos.

III-2 - A Crise de 1929

“A história não se repete, mas rima”.

Mark Twain⁵⁹

III-2.01 - Antecedentes

O padrão-ouro exerceu seu apogeu no período que antecedeu a Primeira Grande Guerra (1914-1918), quando a Libra Esterlina era a principal referência das políticas monetárias de diversos países europeus. Porém, em consequência do esforço de guerra empreendido pela Grã-Bretanha, obrigada a vender muitos de seus ativos localizados no exterior durante a Guerra, passou a mostrar sinais de perda de sua privilegiada posição.

A Alemanha, perdedora do conflito, estava reduzida ao crônico endividamento por força do Tratado de Versailles, que Keynes tanto repudiava e que viria a ser uma das causas da Segunda Grande Guerra Mundial (1939-1945), passa a depender dos capitais norte-americanos para manutenção de sua parca condição econômica.

No pós-guerra, os governos estavam pressionados para o atendimento de demandas de direito de cidadania, consequência do crescimento da representatividade dos partidos trabalhistas e de esquerda. Com o crescimento do sindicalismo e das estruturas empresariais de gerenciamento das relações trabalhistas, o salário se tornou menos flexível às instabilidades econômicas e financeiras dos mercados capitalistas⁶⁰.

⁵⁹ Mark Twain, pseudônimo de Samuel Longhorne Clemens, (30 de Novembro de 1835, Flórida, Missouri, EUA - 21 de Abril de 1910, Redding, Connecticut, EUA); Escritor e humorista norte-americano.

⁶⁰ Devemos atentar que para a Teoria Neoclássica, a flexibilidade do salário é condição *sine qua non* para o pleno emprego.

Portanto, os fatores que davam sustentação ao padrão-ouro antes da Primeira Guerra ficaram descaracterizados com a perda da flexibilidade dos mercados de trabalho e de *commodities*, tornando o sistema inadequado ao enfrentamento dos impactos financeiros mais expressivos.

Em torno do início do século XX apenas quatro países ⁶¹ - Inglaterra, Alemanha, França e Estados Unidos – haviam adotado um padrão baseado no ouro. Mesmo entre esses quatro países, a adoção não era completa, por exemplo, na França ⁶² as moedas de prata continuavam em circulação, apesar de não mais poderem ser cunhadas.

Mesmo a conversão das cédulas em ouro não era automática, dependia da anuência das autoridades financeiras e fiscais, como acontecia na Bélgica, Suíça, Holanda, França e outros. Também existiam os instrumentos-ouro, destinados a desencorajar a perdas de reservas em ouro, ofereciam-se incentivos aos importadores de ouro e desestimulava-se a exportação do metal.

Com a queda da Bolsa de Nova Iorque e os capitais em fuga e em verdadeiro pânico, o padrão-ouro não era compatível com a movimentação especulativa internacional, e teve seu fim com o próprio processo que não conseguiu conter, a Grande Depressão.

Apenas com o Acordo de Breton Woods (1944) e a incorporação de taxas de câmbio mais flexíveis, quando da reconstrução do sistema monetário internacional, foi possível absorver os impactos causados pelas restrições dos fluxos de capitais especulativos.

⁶¹ EICHENGREEN, Barry, op. cit., 2000.

⁶² Em 1867, as principais nações europeias reunidas em Paris estabeleceram que o padrão para os seus negócios fosse o ouro (padrão-ouro). No entanto, diversas formas de sistemas monetários bimetálicos continuavam a existir, como na França. REDISH, A. **Bimetallism: An Economic and Historical Analysis**, 2000, p.11.

III-2.02 - Dos Fatos

Terminada a Primeira Guerra Mundial, os países beligerantes europeus necessitavam recuperar suas economias, porém a reconstrução foi um processo demorado, marcado por grandes inflações ou até hiperinflações e reformas monetárias que tentavam minimizá-las, muitas vezes sem sucesso.

A hiperinflação marcou a Áustria, Hungria, Polônia, Rússia e particularmente a Alemanha ⁶³, e mesmo os vencedores, Grã-Bretanha e França, passaram por surtos inflacionários menores. A maioria das nações envolvidas no conflito, para sustentar gastos de guerra, teve que reduzir, em muito, o conteúdo de ouro em suas moedas, se comparadas ao período anterior a 1914.

Entretanto, os Estados Unidos retornaram ao padrão-ouro em 1919. Entravam nos anos 1920 em período de prosperidade sem precedentes, decorrente de diversas inovações industriais, tais como a mecanização e padronização das linhas de produção (Fordismo). Aumentaram a eficiência produtiva sem exigir o crescimento das plantas industriais ou altos investimentos, viabilizando a produção em massa ⁶⁴ e o crescimento dos salários pagos pela indústria.

A guerra, em termos de produção, foi benéfica para os Estados Unidos, pois além de terem tido seu território totalmente preservado, tornaram-se os financiadores por meio de

⁶³ O Marco, durante o período de hiperinflação (1922-1923) que tinha perdido toda sua referência, e chegou a ser transacionado pelo peso do papel-moeda. Em 1924 a reforma monetária estabeleceu a taxa de câmbio de um Reichsmark (RM) por um trilhão de marks. O Reichsmark permaneceu até 1948. A hiperinflação é tida como uma das principais causas da ascensão do Nazismo. FISCHER, Wolfgang C. (Editor). **German Hyperinflation 1922/23: A Law and Economics Approach**, 2010, p.68.

⁶⁴ Alguns dos setores que se beneficiaram com as inovações foram os derivados do petróleo, vidros, papel, automóveis e todos os tipos de suprimentos para sua produção.

empréstimos, bem como os grandes fornecedores de bens para o consumo e para o esforço de guerra de seus aliados europeus. A consequência foi a mudança de sua situação de devedora (aproximadamente US\$ 3 bilhões), antes do início do conflito, para a de credora (aproximadamente US\$ 6 bilhões), após o término da guerra.

Em 1925, o Chanceler do Exchequer (Erário Público) da Grã-Bretanha à época, Sir Winston Churchill ⁶⁵, presidiu os trabalhos em que se decidiu reestabelecer o padrão-ouro e a cotação do dólar em relação à libra esterlina, respectivamente 123,27 grãos e 4,86 dólares, aos níveis anteriores à Primeira Grande Guerra Mundial (1914-1918).

Acreditava que, assim procedendo, a Inglaterra estava aos olhos do mundo retornando ao nível de sua administração imperial do século XIX e que nada mudara com a guerra, fato que para o conservador Churchill tinha enorme relevância e sentido.

Porém, havia vários problemas. Os preços e salários haviam subido em termos reais durante a guerra e baixado após o conflito. Na França e demais países europeus e nos Estados Unidos, apesar dos preços terem subido mais do que na Inglaterra, esse movimento foi compensado pela baixa mais acentuada dos preços e pelo câmbio.

Com a sobrevalorização da libra esterlina, estava mais barato, em pelo menos 10%, adquirir produtos externos dos concorrentes europeus dos ingleses. Isto foi o suficiente para os compradores de máquinas, navios, carvão e outras mercadorias inglesas passassem, sempre que possível, a adquiri-los na França, Alemanha e Estados Unidos, entre outros fornecedores.

Dado o quadro, a saída inglesa para a manutenção de seu patamar de exportação seria retroceder ao *status* anterior (politicamente inaceitável) ou a queda real dos preços de seus produtos de exportação.

⁶⁵ O próprio, que por mero acaso, estava de visita na Bolsa de Nova Iorque na quinta-feira negra.

O que poderia de imediato tornar os preços menores seria a queda dos salários. Porém só seria possível baixar os salários por meio da ameaça de grande expectativa de desemprego, inclusive para enfraquecer as exigências sindicais.

Para piorar a situação, a partir de 1924, as minas alemãs do *Ruhr* começaram a aumentar a produção de carvão e, como consequência, o preço da mercadoria teve forte queda. Com a libra esterlina sobrevalorizada, ficava ainda mais difícil enfrentar a concorrência, o que levou os proprietários das minas inglesas a propor um esquema de três pontos:

1. Aumento da carga horária de trabalho
2. Abolição do salário mínimo
3. Salários menores para todos

Os sindicatos mineiros reagiram e apoiados pelos sindicatos dos setores do ferro e aço, eletricidade e gás, transporte da indústria gráfica e da construção civil, conclamaram uma greve geral em maio de 1926, que durou nove dias e que não produziu maiores consequências.

Os mineiros continuaram em greve, que perdurou durante quase todo o ano de 1926, porém foram derrotados pela postura inflexível assumida por Churchill. A solução encontrada foi um corte linear e horizontal dos salários ⁶⁶, que também não conteve o aumento do desemprego ⁶⁷.

⁶⁶ É preciso ressaltar que a ajuda governamental ao desempregado já estava firmemente associada aos benefícios sociais ingleses, reduzindo o impacto social do desemprego sobre a mão de obra britânica, que à época se situava em torno de 10%.

⁶⁷ Keynes, que tinha previsto dificuldades para a Grã-Bretanha com o retorno ao padrão-ouro, perguntava por que Churchill “havia feito uma coisa tão tola”. GALBRAITH, John Kenneth. **A Era da Incerteza**, 1998, p. 204.

Em suma, o retorno do padrão-ouro elevou os preços ingleses e os negócios migraram principalmente para os Estados Unidos e já em 1927 a perda de ouro para os Estados Unidos era imensa⁶⁸.

Para conter a sangria, Montagu Norman, Chairman do Banco da Inglaterra, Hjalma Horace Greeley Schacht, Chairman do Reichsbank e Charles Rist, do Banco de France, foram aos Estados Unidos e pediram ao *Federal Reserve Bank (Fed)* que:

- Baixasse sua taxa primária de juros.
- Ampliasse a capacidade de crédito, por meio da adoção de uma política monetária menos rígida.

O raciocínio era óbvio, o resultado nem tanto. Com as taxas de juros menores, a atratividade dos fluxos de capitais para os Estados Unidos diminuiria e com a frouxidão da política monetária haveria mais dinheiro livre e barato, que seria carreado para empréstimos, investimentos e consumo.

Com o aumento do consumo interno, os preços das mercadorias americanas subiriam e tornariam as mercadorias europeias mais atrativas. Os americanos atenderam aos apelos, só que o capital mais barato foi em muito direcionado para financiar as transações no mercado acionário.

Apesar de não ter sido esta a intenção, o dinheiro barato elevou o crédito que foi o estopim para a formação da bolha financeira especulativa, que inflou continuamente entre 1927 e 1929.

⁶⁸ A. J. Liebling, jornalista da revista *The New Yorker*, elaborou o que ele próprio denominou a “Lei de Liebling”, que consiste na seguinte ideia, aqui aplicável ao retorno ao padrão-ouro pela Grã-Bretanha: “Se alguém de inteligência suficientemente dotada agir de forma suficientemente perversa, poderá acabar dando um pontapé no seu traseiro e se jogar no olho da rua”. Ibid, p. 206.

O cenário econômico dos Estados Unidos na década de 20 do século XX caracterizava-se por baixo desemprego, salários baixos e estáveis, preços estáveis e agricultores empobrecidos. Porém a produção industrial era crescente e lucrativa, e isso se refletia nas cotações da Bolsa de Valores de Nova Iorque.

III-2.03 - O Cenário Institucional

“Não há nada que o presidente Hoover possa fazer que um terremoto não possa fazer melhor...”.
John Maynard Keynes⁶⁹

As Grandes crises sistêmicas estão ligadas a vários fatores e certamente o retorno ao padrão-ouro em 1925 pela Grã-Bretanha e a tentativa de salvá-la através de baixas taxas de juros e dinheiro abundante certamente não teriam o condão de gerar a Grande Depressão de 1929. Outros fatores estão a clamar e juntos tiveram a força de realizar proeza tão desastrosa.

O ambiente institucional existente na Bolsa de Valores de Nova Iorque e à sua volta também foi decisivo para a formação da “bolha especulativa” sem precedentes até então.

Primeiro formaram-se empresas cujo único objetivo era investir em outras empresas. O processo era cumulativo e praticamente desregulamentado. Uma empresa investia em outra, que por sua vez investia em outra, em um processo que podia chegar a dez reinvestimentos.

Galbraith (1998) exemplifica o caso clássico da *Goldman Sachs Trading Corporation*, fundada em 04 de dezembro de 1928, que emitiu US\$ 100 milhões em ações, vendendo 90%

⁶⁹ Durante a conferência que realizou na New School em Nova Iorque em 1931, Keynes propôs que a reversão da depressão poderia ser realizada por meio da restauração da confiança perdida, das obras públicas custeadas pelo tesouro americano e pela forte redução da taxa de juros de longo prazo. Perguntado se uma guerra seria a solução para a depressão respondeu: “não há nada que o presidente Hoover possa fazer que um terremoto não possa fazer melhor...”. KENT, Richard J. **Keynes's Lectures at the New School for Social Research**. History of Political Economy - Volume 36, Number 1, Spring 2004, pp. 195-206.

ao público, tendo o dinheiro arrecadado sido aplicado em outras ações de mercado. Em fevereiro de 1929, fundiu-se com a *Financial and Industrial Securities Corporation* e o ativo passou para algo em torno de US\$ 235 milhões. Essa nova *holding*, em julho, lançou a *Shenandoah Corporation*, que por sua vez emitiu US\$ 102,3 milhões em ações, destinadas em parte ao público. Em agosto, a *Shenandoah* lançou a *Blue Ridge Corporation*, que por sua vez emitiu US\$ 142 milhões em ações, e por aí se seguia, sem que se opusesse nenhuma regulação institucional.

No entanto, os papéis dessas “corporações” tiveram enormes perdas. Por exemplo, os da *Shenandoah*, emitidos ao valor de face de US\$ 17,50, chegaram aos US\$ 36,00 e, após o *crash*, baixaram para US\$ 0,50.

Os investidores por sua vez tinham um gosto voltado para empresas de promessas duvidosas, tais como a *Radio Corporation of America (RCA)* - milagre da eletrônica - ou a *Seaboard Airline*, uma ferrovia que sonhava com a aviação.

Se inicialmente, antes da formação da “bolha”, os investidores observavam quais ações trariam melhor retorno em razão dos dividendos pagos, passaram a se ocupar apenas com o processo de compra para revenda.

Para completar o quadro, o investidor podia valer-se dos chamados de *call loans*, que permitia ao desavisado adquirir ações pagando apenas a “margem” de 10% do montante. Por meio desse expediente poderia se quisesse alavancar em até dez vezes a sua possibilidade de compra, que era maravilhoso, no caso do mercado acionário continuar sempre subindo. Uma vez que a cotação da ação tenha subido e a venda realizada, além dos pagamentos de praxe, o lucro era dividido entre o investidor e seu *broker* e tudo recomeçava.

O funcionamento da bolsa era o seguinte: o investidor cobria sua compra de ações por meio do depósito da “margem” de 10% do valor adquirido (margem padrão) e tomava

emprestado os 90% restantes com o seu broker (corretor); este último por sua vez obtinha a quantia junto aos bancos, tomando (ou repassando) empréstimos diariamente (*on call*). Afinal, como as ações não paravam de se valorizar, bastava vendê-las, quitar o débito com o credor e embolsar o lucro. A euforia era, ou parecia infinita.

Esse tipo de transação, utilizando-se de compra à “margem”⁷⁰, foi usual em 1928 e 1929 e o volume de empréstimos via *brokers* evoluiu cerca de US\$ 4 bilhões em dezembro de 1927 para US\$ 8,5 bilhões em outubro de 1929, as vésperas do *crash*. Um grande volume para a época.

A dimensão da especulação atraiu capitais internacionais para Nova Iorque, principalmente via Londres, com a intenção de comprar diretamente ações e financiar *holdings* de investimentos ou os *call loans*. Como o envolvimento do sistema bancário era extenso, o *crash* da Bolsa vai arrastá-lo junto para o fosso.

⁷⁰ As compras a “margem” não se constituíam uma novidade, em janeiro de 1882 levava ao *crash* a União Geral – França, onde foram utilizadas em grande escala no *boom* especulativo da época. Continuam a ser utilizadas nas diversas formas especulativas de mercados futuros e de opções atualmente (derivativos).

III-2.04 - Rumo à Quinta-Feira Negra e à Terça-Feira Negra - A Hora do Pânico

"Quem perdeu a confiança não tem mais o que perder."

Publício Siro ⁷¹

O crescimento da bolha especulativa americana exercia uma forte pressão sobre o sistema financeiro internacional por atrair capitais estrangeiros para aplicação na Bolsa de Nova Iorque, afetando as Bolsas europeias, principalmente a *City* de Londres, que estavam em processo de baixa desde 1928.

É razoável que se diga que as Autoridades Monetárias Americanas ⁷², em agosto de 1929, por meio dos parques instrumentos que disponham, aumentaram a taxa de redesconto bancário em até 9%, na tentativa ⁷³ de conter o processo especulativo na Bolsa ⁷⁴, por meio do aumento dos juros.

Eventualmente, pessoas de bom senso, com base na experiência passada, começavam a prever o possível estouro da bolha especulativa que elevava os índices da Bolsa de Nova Iorque a níveis não condizentes com a realidade da economia. O mais conhecido desses "profetas do caos" foi Roger Babson.

⁷¹ PÚBLIO, Siro. Escritor latino da Roma antiga (85 a.c. - 43 a.c.).

⁷² No caso, o *Federal Reserve Bank* de Nova Iorque - uma das doze divisões regionais do Banco Central Americano na época.

⁷³ Naquele cenário, o aumento dos juros poderia atrair mais capitais a serem emprestados para a especulação. Algo como tentar apagar um incêndio com gasolina.

⁷⁴ Pela hecatombe que se seguiu, pode-se inferir que o procedimento não surtiu o resultado esperado.

No dia 5 de setembro, apenas a pouco menos de dois meses do *crash*, diante de seleta plateia e com cobertura da mídia, o polêmico Roger Babson ⁷⁵ avisava sobre a proximidade do colapso da Bolsa e suas consequências. O único resultado do discurso pessimista foi uma pequena queda, naquela quinta-feira, do índice do *Times* que caíram 10 pontos com um alto volume de vendas, logo recuperado nos dias posteriores (sexta e sábado). A arrumação de freada daquela quinta-feira foi apelidada de "Baixa de Babson".

Imediatamente, as sombrias previsões e o próprio Babson foram ironizados e atacados. Foi chamado de antipatriota e suas previsões anteriores de notória inexatidão.

É interessante observar que o mercado, a partir de setembro, apesar de ser considerado como *Bull Market* ⁷⁶, já dá mostras de irregularidades e com a curva ligeiramente descendente. Continuou com a tendência altista até 19 de setembro de 1929, quando no dia seguinte foi abalado com o anúncio da falência fraudulenta do empresário Clarence Hatry, cujos negócios nebulosos iam dos acessórios para fotografia e caça-níqueis até diversas sociedades financeiras.

Porém e apesar do abalo, o mercado continuou inflado por mais alguns dias e a desconfiança só começou a se instalar definitivamente a partir de 03 de outubro, que é considerado o marco do início do processo de baixa que culminou com o *crash* da Bolsa de Nova Iorque.

A história registra que nos dias anteriores à *debacle*, a famosa **quinta-feira negra (24 de outubro de 1929)**, os negócios andavam fracos. Entretanto, na quarta-feira, verificou-se grande volume de vendas de ações de acessórios para automóveis e houve uma queda geral

⁷⁵ À época com 54 anos e formado pelo Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT).

⁷⁶ *Bull Market* - mercado Touro ou altista (há uma estátua de forte touro perto da Bolsa de Nova Iorque). *Bear Market* - mercado Urso ou em baixa (não há como era de se esperar, nenhuma estátua de urso perto da Bolsa de Nova Iorque).

dos preços, tanto que a média industrial do *Times* caiu de 415 para 384 pontos ⁷⁷. Porém, é preciso lembrar que desde o início da semana as vendas já se mostravam elevadas e os índices refletiam quedas.

Pela manhã do fatídico dia, sem razão aparente para alguns autores, começou uma corrida para venda de ações. Nas horas iniciais do pregão dessa quinta-feira na Bolsa de Nova Iorque, os investidores em completo frenesi tentaram se livrar a qualquer preço de suas ações, cujos preços caíam vertiginosamente.

Por volta das 11 horas, a confusão e a algazarra eram totais nos recintos da Bolsa ⁷⁸. Uma multidão se aglomerava nas imediações da Bolsa (*Wall Street e Broad Street*) e por volta das 11h30min o pânico já se havia alastrado ⁷⁹ e as pessoas chamadas para o pagamento do aumento da “margem” e quem não o fazia tinha suas posições simplesmente liquidadas.

Muitos investidores não tinham reservas para fazer em face de chamada de reforço de margem. Todas suas economias estavam aplicadas em ações, quando não fosse o caso de suas aplicações decorrerem de empréstimos bancários. A única alternativa, para não terem suas posições em aberto liquidadas, era vendê-las a qualquer preço para recuperar parte do investimento – ou o que restava dele. A essa altura, milhares de investidores tiveram a mesma ideia – vender. Imaginavam se ainda havia uma saída. Não havia.

⁷⁷ Em 3 de setembro, o índice de ações industriais publicados pelo diário *The New York Times* atingia seu ápice histórico, com 452 pontos. Em 1925, o mesmo indicador registrava 159 pontos. GALBRAITH, J. K. **The Great Crash of 1929**, 2009, p. 98.

⁷⁸ A administração da Bolsa, tentando minimizar o tumulto, fechou as portas das galerias por volta do meio-dia. Enquanto isso, as Bolsas de Chicago e Buffalo fecharam.

⁷⁹ Segundo os boatos, onze conhecidos especuladores haviam cometido o suicídio, o que não foi confirmado.

Os telégrafos⁸⁰ não davam conta de informar para as corretoras as cotações atualizadas e as transmitiam com defasagem. O pânico foi tomando conta dos investidores em toda parte do país, até porque não conheciam a extensão do problema, apenas sabiam que estavam arruinados ou logo estariam. Mesmo assim, 6.091.870 títulos mudaram de mãos⁸¹, no que se tornou um dos maiores volumes de negócios da história da Bolsa.

Ainda pela parte da manhã, os grandes banqueiros⁸² de Nova Iorque haviam se reunido na Corretora *Morgan's*, que ficava situada em um prédio próximo da Bolsa, e nessa reunião estabeleceram tomar alguma providência que evitasse o pior.

O plano era atuar comprando e de maneira tal que o mercado soubesse. Designaram o então respeitado Vice-Presidente da Bolsa e importante corretor da *Morgan*, Richard Whiney⁸³, para atuar comprando à vista de todos, o que fez, porém, não em grandes quantidades.

O procedimento deu bons resultados e o mercado voltou a subir, tanto que a média industrial *do Times* fechou apenas com 12 pontos negativos em relação ao dia anterior, embora tenha voltado a cair ao fim do pregão. Foram transacionadas aproximadamente 13 milhões (12.894.650) de ações quando o volume médio diário era de quatro milhões de transações⁸⁴.

O problema era que para a maioria dos investidores a recuperação do mercado já de nada adiantava, pois tinham vendido na baixa e estavam quebrados.

⁸⁰ *Tickers* - máquinas que imprimem em fita as cotações dos papéis negociados. Estavam instaladas nas corretoras e bancos ao longo dos Estados Unidos.

⁸¹ Terceiro volume da história. GALBRAITH, J. K. **The Great Crash of 1929**, 2009, p. 96.

⁸² Entre eles: Charles E. Mitchell, do *National City Bank*, Albert H. Wiggin, do *Chase National Bank*, e Thomas W. Lamont, do *Morgan*.

⁸³ O fez com grande ostentação, para que fosse visto. Por sua atuação veio a se tornar o Presidente da Bolsa, mas pouco tempo depois foi condenado por desfalque e preso na penitenciária de *Sing Sing*.

⁸⁴ GALBRAITH, J. K. **The Great Crash of 1929**, 2009, p. 99 e 109.

A sexta-feira (25) e o sábado (26) foram considerados dias calmos e de pouca oscilação na Bolsa. Houve uma reunião na sexta-feira entre as 35 maiores firmas de mercado nos escritórios da Corretora *Hornblower and Weeks*, resultando em um comunicado à imprensa que afirmava que "O mercado está fundamentalmente sólido e tecnicamente em melhores condições do que estivera durante meses".

Foto 1: Wall Street – no dia do *Crash*, quinta-feira negra.

A multidão se reúne fora da Bolsa após o *Crash*



Fonte: http://www.suite101.com/view_image_articles.cfm/1299418

Na segunda-feira, a situação se inverteu e sensação de baixa voltou a se intensificar, dando a percepção que a queda era iminente. O volume de vendas do dia 28 foi bem menor que o da quinta-feira negra e se situou em cerca de 9.250.000 ações. As médias industriais do *Times* despencaram 49 pontos.

Os banqueiros, como tinham feito na quinta-feira anterior, voltaram a se reunir no escritório da *J. P. Morgan*, só que desta vez, ao fim de duas horas de conversas não estabeleceram qualquer ação de salvamento para desespero dos corretores. A situação realmente fugira do controle.

A tragédia da Bolsa de Nova Iorque culminou em um colapso total e irreversível (*crash*) em **29 de outubro de 1929**, conhecido como a **terça-feira negra**.

Quando todos em total pânico, inclusive os banqueiros que adquiriram ações na quinta-feira anterior, procuravam vender suas ações, a crise se alastrou para todos os mercados mundiais com gravíssimas consequências⁸⁵.

Nesse dia, foram negociadas 16 milhões de ações e a baixa foi tão grande, que em um único dia, foram anuladas as elevações dos últimos doze meses. Os piores desempenhos do dia foram juntamente os dos papéis dos consórcios de investimentos, que tinham muita culpa na constituição daquele cenário. A *Goldman Sachs*⁸⁶, que terminara a segunda-feira cotada a US\$ 60, fechou a US\$ 35 e seu fundo de investimento *Blue Ridge*, que no começo de setembro era negociado por US\$ 24, não valia mais do que três dólares a ação no fechamento da terça-feira negra.

Na noite dessa terça-feira pelo rádio, o Subsecretário do Comércio norte-americano Julius Klein, na tentativa de acalmar a situação, lembrou que o Presidente Herbert Hoover considerava que os negócios básicos do país resistiam. De qualquer sorte, aparentemente a

⁸⁵ DANTE, Alighieri. Em “**A Divina Comédia**”, 1304-1321 (?), diz que está escrito na porta do inferno: “Entra-se por mim na cidade da tristeza; entra-se por mim no abismo da eterna dor; entra-se por mim na mansão dos condenados. A eterna Justiça moveu Deus criar-me; obra sou da Divina Potestade, da suma sapiência, e do primeiro amor. Antes de mim não foram criadas, senão substâncias eternas, e eu eternamente duro. Vós, que em mim entraís, perdei toda a esperança de sair!”.

⁸⁶ In Goldman, Sachs We Trust. GALBRAITH, J. K. **The Great Crash of 1929**, 2009, p. 57.

providência gerou um resultado positivo momentâneo, pois as ações registraram ganhos no dia 30, com as médias industriais do *New York Times* subindo 31 pontos.

Se na quinta-feira negra as maiores perdas estavam com os cidadãos comuns, na terça-feira negra, pelo tamanho dos lotes colocados à venda, foi a vez dos muito ricos, que tentavam se livrar de seus papéis a qualquer preço.

Após o *crash*, relata-se que os outrora ricos investidores caminhavam completamente atordoados e falidos por Nova Iorque ⁸⁷.

A catástrofe que se seguiu, estendeu-se de 1929 a 1933, apesar de não mais acontecer grandes quedas em um único pregão, até porque a bolha já não mais existia. As cotações em queda, com alguns respiros, refletiam as dificuldades dos negócios e da produção nos diversos mercados mundiais.

A crise financeira não ficou restrita ao mercado acionário, transmitiu-se de forma generalizada e rápida, provocando a queda da produção em todo mundo industrializado. Estima-se que entre 600 mil a um milhão de pessoas especulavam nos mercados financeiros, porém quando chegou a conta todos tiveram que pagá-la. No capitalismo, os grandes lucros ficam retidos na esfera privada e os grandes prejuízos são socializados.

O resultado foi a Grande Depressão, que se estenderá pela década de 30, produzindo uma formidável retração da produção, consumo e emprego principalmente durante o período de 1929 a 1933, quando mudanças de condução da política econômica começaram, de maneira muito lenta e não linear, a reverter o quadro.

⁸⁷ Muito pior ficou, como mostram centenas de fotos tiradas durante a depressão, quando as pessoas estão muito magras e até aparentando fome, ficavam perambulando pelas ruas. Quase todos estão fumando, quando podem comprar, os fortes e baratos Woodbines, os cigarros preferidos dos desempregados. PARKER, Selwyn. **O Crash de 1929** - As lições que ficaram da Grande Depressão, 2009, p. 261.

III-2.05 - A Transmissão - Dos Ativos Financeiros aos Ativos Reais ou do Grande Colapso à Grande Depressão

"Nem todos morreriam, mas estavam todos contaminados".

La Fontaine ⁸⁸

Os anos vinte do século XX foi um período especialmente ruim para a Grã-Bretanha e muito lucrativo para a elite norte-americana, apesar dos agricultores estarem sempre em dificuldades e dos trabalhadores serem pagos com baixos e fixos salários. Porém, o desemprego era baixo e a produção industrial crescia, assim como os lucros, ou seja, a expansão da acumulação de capital como alavanca prévia da bolha especulativa se fazia presente.

O Presidente dos Estados Unidos era o Republicano Herbert Hoover ⁸⁹, e durante sua campanha, que o elegeu com facilidade para a Casa Branca para o período de 1929 a 1933, ficou conhecido como o "Senhor Prosperidade", pois apontava para o fim da pobreza americana e anunciava a promessa de um carro em cada garagem ao final de seu mandato.

Fazendo um levantamento da situação do nosso país tanto interna quanto externamente, descobrimos muitas satisfações e alguns motivos para preocupação. Emergimos das perdas da Grande Guerra e da reconstrução que se seguiu com maior vigor e força. Nossa terra é uma terra rica em recursos, estimulante em sua gloriosa beleza, cheia de milhões de lares felizes, abençoada com conforto e oportunidade.

Em nenhuma nação as instituições do progresso estão tão avançadas. Em nenhuma nação os frutos da conquista estão tão seguros. Em nenhuma nação o governo merece mais respeito. Nenhum país é mais amado por seu povo. Tenho uma fé permanente na capacidade, integridade e determinação desse povo. Na visão geral, atingimos um nível mais alto de conforto e segurança do que jamais existiu na história do mundo. Não tenho medo quanto ao

⁸⁸ Jean de La Fontaine (08 de julho de 1621 - 13 de abril de 1695) - poeta e fabulista francês.

⁸⁹ Engenheiro de mineração, nascido em 10 de agosto de 1874, em West Branch, Iowa. Considerado um dos piores Presidentes norte-americanos, porém em sua defesa devemos considerar que o período histórico em que exerceu o cargo não foi dos melhores.

futuro do país. Ele está radiante de esperança. (HOOVER – discurso de posse em 04 de março de 1929).

Apesar dos alarmantes índices descendentes da atividade industrial ⁹⁰ e do aumento do desemprego e da quebra da Bolsa de Nova Iorque, para Hoover não há o que temer no campo econômico. Faz um breve pronunciamento tentando minimizar a importância da avassaladora crise financeira ⁹¹, defendendo o não intervencionismo estatal nos mercados e mantendo sua promessa de reduzir impostos federais realizadas três dias antes do *crash* e assegurando que a economia estava sólida.

A promessa de redução de impostos era uma das propostas do liquidacionista e Secretário do Tesouro Andrew Mellon ⁹², cuja implementação estimularia, por si só, os negócios e promoveria a recuperação no ano seguinte. A outra se destinava apenas a ajudar o funcionamento das leis naturais da sobrevivência do mais forte e então após a terra arrasada as coisas passariam a melhorar: “liquidate labor, liquidate stocks, liquidate farmers, liquidate real estate” ⁹³.

Mellon tornou-se impopular com o início da Grande Depressão, quando foi considerado excessivamente duro, ao se recusar a emprestar recursos aos bancos enfraquecidos e a colocar mais dinheiro em circulação.

⁹⁰ Os índices da produção industrial estavam em queda desde junho, assim como a produção de aço. A construção civil já vinha em ritmo lento nos últimos anos.

⁹¹ Outros magnatas também fizeram declarações na tentativa de elevar o ânimo. Cabe destacar John D. Rockefeller, 90 anos, da Standard Oil e William "Billy" Durant, de 67 anos, fundador da General Motors.

⁹² William Andrew Mellon (24 de março de 1855 - 27 de agosto de 1937) foi um banqueiro americano, industrial, filantropo, colecionador de arte e secretário do Tesouro a partir de 4 de março de 1921 até 12 de fevereiro de 1932, quando aceitou o cargo de Embaixador para o Reino Unido, onde serviu por um ano.

⁹³ Galbraith, J.K. **The Great Crash of 1929**, 2009, p. 192.

No entanto, Mellon via na liquidação dos bancos debilitados a chave da recuperação do sistema bancário. Ele também defendia cortes nas despesas para manter o equilíbrio do orçamento federal e contra as medidas anticíclicas para alívio do sofrimento público. Em 1929-31, ele passou a maior parte do tempo no exterior, para negociar o reembolso das dívidas da Grande Guerra.

Igualmente, é importante observar que Mellon não estava só em suas concepções. O próprio Joseph Schumpeter concordava que a depressão econômica tinha uma função renovadora, terapêutica. Outros recomendavam paciência e fé nas leis de mercado e que tentativas de intervenção do governo trariam inflação e retardariam a recuperação. Em suma, recomendavam a imobilidade.

Não tinham a mínima noção sobre a preferência da liquidez, que elimina os empréstimos interbancários, e que se não houvesse intervenção do Estado, o sistema financeiro seria levado ao colapso, como de fato aconteceu. Para Friedman (1956), a falta de liquidez, derivada da inação do Banco Central (*Federal Reserve Bank*) em enfrentar a corrida bancária, foi a causa da Grande Depressão.

Keynes também estava convencido do contrário. Queria que o governo emprestasse e dessa forma garantisse a expansão dos depósitos bancários (M1) e que também gastasse, aumentando a velocidade da circulação da moeda (V), conforme teorizara Irving Fisher (1911)⁹⁴.

⁹⁴ O Professor Irving Fisher, catedrático da Universidade de Yale e respeitadíssimo economista, disse: "O preço das ações alcançou o que parece ser um nível permanentemente elevado. Espero ver, dentro de poucos meses, o mercado de valores bem mais alto do que está hoje.". Dizem que perdeu grande soma no *crash*.

Quanto aos bancos, havia aproximadamente 29 mil estabelecimentos bancários nos Estados Unidos em 1921 ⁹⁵, tendo sido reduzidos para algo em torno de 12 mil em fins de março de 1933, resultado de três violentas crises bancárias. É importante ressaltar que a estrutura bancária americana desenhada no século XIX, com a expansão para o oeste, se caracterizava pela facilidade de se criar um pequeno banco, regulado por legislação local ⁹⁶.

Em 1929, os principais 250 bancos detinham mais de 50% dos recursos. Essa concentração se antepõe aos milhares de pequenos bancos situados nas pequenas cidades, que serão varridos na Grande Depressão. Com o *Crash* e a Grande Depressão que se seguiu entre 29-32, o *Federal Reserve Bank (Fed)* pouco fez para minimizar a quebra bancária em si. A noção de "Emprestador em última instância" ainda não havia chegado.

As limitadas intervenções públicas começaram ainda em 1929, por meio de operações de *open market* promovidas pelo *Federal Reserve Bank (Fed)*, que objetivava aliviar as dificuldades de caixa dos bancos. Os impostos foram reduzidos, com pouco efeito prático, e o orçamento federal passou a agregar pequeno déficit.

⁹⁵ Após o colapso de 1920-1921. Após a Primeira Guerra Mundial houve forte especulação em produtos agrícolas e terras, financiados pelos bancos comerciais.

⁹⁶ Os bancos da Colônia haviam sido impedidos de funcionar pelo Governo Britânico, mas com a independência passaram para a legalidade e podiam criar dinheiro. O direito dos pequenos bancos emitirem notas foi abolido apenas em 1865.

Foto 2: A Corrida Bancária.

A corrida bancária em 1930 (atualmente pode ser realizada pela internet)



Fonte: <http://www.slate.com/id/2201264/>

As medidas surtiram um efeito passageiro de melhoria, pois se considera a primavera de 1930 como tendo apresentado uma desaceleração da baixa dos preços e uma pequena recuperação da atividade financeira. O alívio não durou e em 1931 outras medidas foram adotadas, tais como auxílios aos desempregados por meio de subvenções aos governos locais, redes de empréstimos de urgência e, por incrível que pareça, um retorno à disciplina orçamentária mais rígida.

A taxa de juros foi descendo gradativamente, bem como a e de desconto bancário, que em 1931, situava-se em 1,5%. O *Federal Reserve Bank (Fed)* continuou a injetar dinheiro nos bancos via *open market*, que por sua vez não estava demandando, pois não havia para quem emprestar, por mais que a taxa de juros caísse. O resultado foi uma forte contração da massa

monetária, que se reduziu em um terço entre agosto de 1929 e agosto de 1933, com o *open market* colocado em suspenso em boa parte do tempo.

A Europa, dependente dos empréstimos norte-americanos e não mais podendo com eles contar, em 1931, experimentou, via transmissão, a chegada da depressão com crises bancárias, tendo finalizado o padrão-ouro. Apesar do grande sofrimento europeu, foi nos Estados Unidos que a crise foi mais profunda e sua recuperação das mais tardias.

A recuperação na Europa, em termos da produção retornar ao patamar de 1929, se deu em:

1934 - Suécia, Finlândia e Dinamarca;

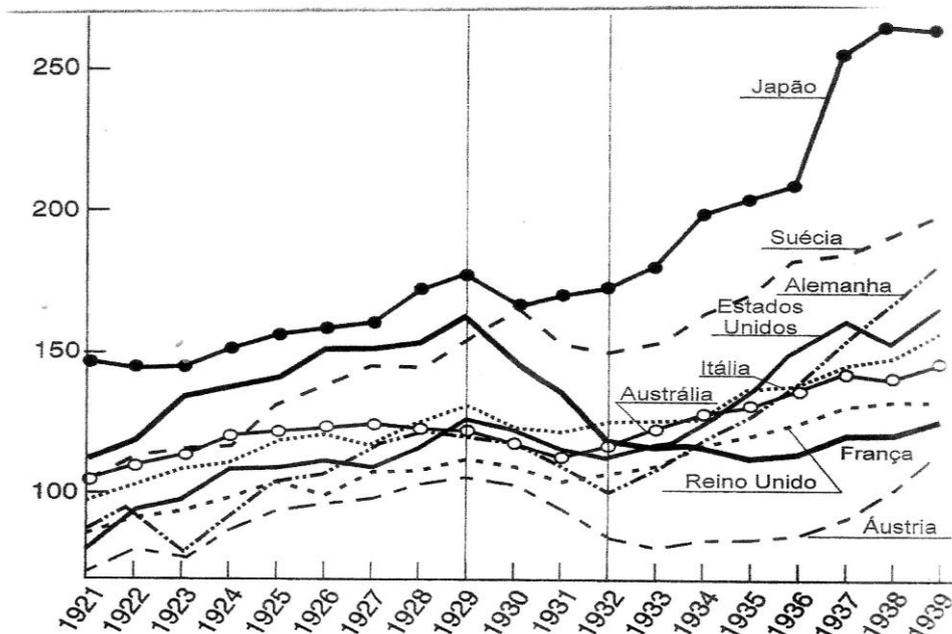
1935 - Grã-Bretanha;

1936 - Alemanha (com o nazismo instalado) e França;

1937 – Itália e Áustria.

O Japão se recuperou em 1933 (um dos mais rápidos) e o Canadá em 1937.

Gráfico 3: Volume do PIB de alguns países entre 1921 e 1939.



Fonte: Maddison, 1981 (Base: 1913 = 100).

Tabela 4: Investimentos de alguns Países de 1925 a 1938 (em % do PIB).

	Alemanha	França	Itália	Suécia	Reino Unido	Canadá	Estados Unidos
1925	13,7	15,2	18,9	11,4	9,1		19,3
1926	13,6	15,2	19,2	11,8	8,4	15,7	19,2
1927	14,6	14,7	17,5	11,6	8,7	17,4	18,8
1928	14,5	17,5	16,7	12,4	8,9	19,2	18,4
1929	12,7	18,3	17,2	12,7	8,8	21,9	17,6
1930	11,8	20,8	17,6	13,4	8,9	20,1	15,9
1931	8,9	19,1	15,8	14,3	8,5	17,1	13,0
1932	7,5	16,4	13,3	12,1	7,3	11,6	9,3
1933	8,7	15,7	14,4	11,0	7,2	9,1	8,8
1934	12,3	14,6	15,6	13,8	8,6	10,1	10,5
1935	15,1	14,7	17,1	16,2	9,1	11,4	11,3
1936	16,1	15,3	18,5	16,5	9,9	12,3	14,5
1937	17,0	15,6	16,9	18,7	10,6	15,4	14,8
1938		13,4	15,9	18,9	11,5	14,3	14,0

Fontes: MADDISON. *Economic Growth in the West*. London: Allen & Unwin, 1964; Carré, Dubois, Malinvaud, *La croissance française*, Le Seuil, 1972, para os números franceses.

Outras providências no âmbito bancário do Governo Hoover foram o *National Credit Corporation*, destinado a promover o reagrupamento de grandes estabelecimentos para a concessão de créditos aos pequenos bancos, cujo fracasso levou à criação, em fevereiro de 1932, do *Reconstruction Finance Corporation*, de capital governamental, que objetivava conceder empréstimos a sociedades financeiras em dificuldades, e do *Glass-Steagall Act* e do *Emergency Relief Act*, de julho de 32, que visava flexibilizar a legislação bancária. O *Emergency Relief Act* será retomado por Roosevelt em 1933, em um país muito empobrecido.

III-2.06 - *New Deal*

Sabe-se que Franklin Delano Roosevelt era uma pessoa pragmática pouco preocupada com os meandros das doutrinas econômicas e que durante a campanha eleitoral (1932) criticou duramente seu antecessor Hoover por sua inação em relação à depressão da economia e pelo enfoque voltado para os superávits orçamentários.

O lema da campanha de Roosevelt era que o país precisava antes de tudo de um *New Deal*⁹⁷ (Novo Acordo) que estabelecesse novas regras para o jogo social e econômico:

Throughout the nation men and women, forgotten in the political philosophy of the Government, look to us here for guidance and for more equitable opportunity to share in the distribution of national wealth[...] I pledge myself to a new deal for the American people. This is more than a political campaign. It is a call to arms.⁹⁸

⁹⁷ Os historiadores dividem o *New Deal* em três: "*First New Deal*" (1933) , "*Second New Deal*" (1934-36) e o "*Third New Deal*" (1937-39). Porém para outros só existem os dois primeiros, pois advogam que a partir de 1937 nenhum programa importante foi iniciado por causa da oposição realizada pela Coalizão Conservadora.

⁹⁸ LLOYD, G. **The two faces of liberalism**: how the Hoover-Roosevelt debate shapes the 21st Century, 2007, p. 104.

Esse novo acordo se materializaria em diversos programas de combate à Grande Depressão (1929-1939), que ficaram conhecidos como os três “R” - relief, recovery and reform (redução, recondução e reforma):

Relief – ações para redução do desemprego e da pobreza.

Recovery – recondução da economia a seu nível normal de produção.

Reform – reforma do sistema bancário e financeiro, para evitar a repetição de eventos semelhantes à crise de 1929.

Vencida com folga a eleição, Roosevelt tomou posse da Presidência dos Estados Unidos em 04 de março de 1933 para o primeiro dos seus quatro mandatos. No dia 06 de março foi realizado, com apoio dos Governadores de Estado, o fechamento dos bancos de todo país (*Bank Holiday*).

Em 09 de março de 1933, foi aprovado pelo Congresso Americano o *Emergency Banking Relief Act*⁹⁹, que entre outras regulações, permitia ao *Federal Reserve Bank (Fed)* encerrar os bancos insolventes e reorganizar e colocar em funcionamento os bancos em condição de solvência. Também dava ao Presidente poderes para declarar, se necessário, estado de emergência nacional e ter controle absoluto sobre as finanças e câmbio nacionais.

Os bancos reabriram em 13 de março, com a garantia de que os depósitos estavam seguros pelo governo. Apenas ¾ dos bancos puderam reabrir. Um profundo saneamento do sistema financeiro fora iniciado. As bolsas, esperançosas, reabriram no dia 15 de março.

⁹⁹ Há uma vasta literatura sobre os programas implementados pelo *New Deal*. Objetivando não necessitar referenciar bibliografia a cada programa citado, ver EDSFORTH, R. **The New Deal: America's response to the Great Depression**, 2000.

Em decorrência, os clientes em fila voltaram a depositar as quantias que haviam retirado dos bancos durante a corrida bancária. Em duas semanas, metade dos antigos níveis de depósitos retornaram aos bancos, cabendo destacar dois programas:

- *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) / Glass-Steagall Act*: garante os depósitos bancários para restabelecer a confiança do público nos bancos ainda existentes (o *Glass-Steagall Act* foi revogado em 1999).
- *Securities and Exchange Commission Act (SEC)*, 1933: Regulação sobre a compra e venda de ações e determinação de que os investimentos empresariais devem ser divulgados com precisão. Ainda existente.

Lembramos ainda que o padrão-ouro foi definitivamente abandonado em 1933¹⁰⁰ e que as reservas em ouro já não lastreavam a moeda.

A situação que Roosevelt iria enfrentar era catastrófica, pois o desemprego atingira mais de 20% da mão de obra e era até maior nos grandes centros urbanos industriais e de mineração. A renda agrícola havia caído mais de 50% em relação a 1929 e os preços caíram 20% ou mais. Porém, tinha a seu favor um enorme capital político. Os norte-americanos demandavam imediatas ações que Roosevelt respondeu com seu *First 100 Days*¹⁰¹ (Primeiros 100 Dias), período em que o Congresso aprovou diversos pedidos do Presidente.

O primeiro *New Deal* (1933) foi constituído de propostas de vários partidos, com exceção do Partido Socialista, apresentando consequentemente ideias contraditórias. A

¹⁰⁰ As moedas de ouro foram confiscadas em 1933, o padrão-ouro foi alterado para 13,71 grãos (0,888 g), equivalente à fixação do preço de uma onça troy de ouro em 35 dólares. Este padrão persistiu até 1968. Entre 1968 e 1975, uma série de pisos de ouro foi estabelecida. O preço era de 42,22 dólares por onça antes de 15 de agosto de 1971. Após essa data, passou a flutuar livremente no mercado de câmbio.

¹⁰¹ É usual entre os políticos e a imprensa, mesmo nos dias atuais, dar ao novo governante 100 dias de trégua ou relativa trégua.

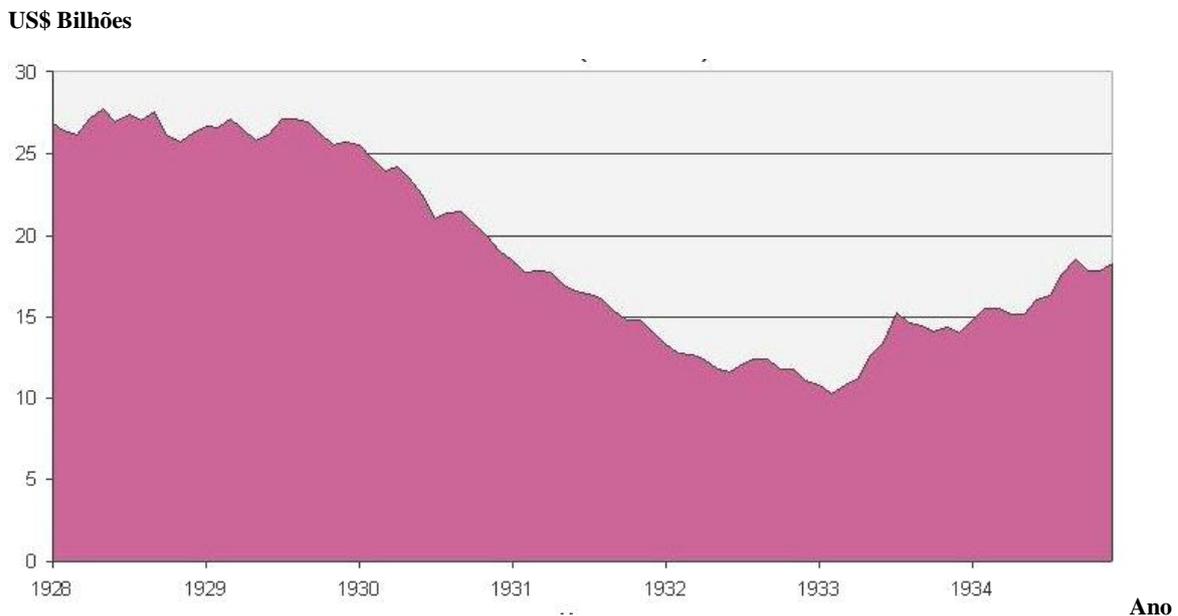
preocupação estava voltada para as importantes reformas bancárias e para a recuperação industrial e agrícola.

Para Roosevelt, a prosperidade de fato só ocorreria com uma agricultura recuperada. Para tal, ainda nos primeiros 100 dias, foram estabelecidos vários programas de recuperação agrícola. Em maio de 1933, a Lei de Ajuste Agrícola criou o *Agricultural Adjustment Administration (AAA)*, que objetivava aumentar os preços das commodities agrícolas (algodão, arroz, trigo, tabaco, carne suína, laticínios, milho, etc.), aos níveis de preços de 1910-14, por meio de uma escassez artificial derivada do subsídio pago aos agricultores para deixar suas terras ociosas.

Em razão da valorização dos preços das *commodities*, o rendimento agrícola cresceu significativamente nos primeiros anos do *New Deal*. Apesar dos preços dos alimentos se manterem abaixo dos níveis de 1929, a maioria da população era contra o AAA.

Em 1936, a Suprema Corte declarou a inconstitucionalidade do AAA, assim como fez com outros programas do *New Deal*. Para receber o aval daquela Corte, foram introduzidas mudanças na maneira da concessão do subsídio, que passou a ser dado para quem plantasse alfafa, que também impedia a superprodução das *commodities*.

Gráfico 4: Preços Agrícolas (1928 a 1935).



Fonte: US Bureau of Labor Statistics

Se o AAA era direcionado para o proprietário rural, outros programas deveriam minorar a assimetria em relação aos trabalhadores rurais que viviam, especialmente no sul do país, em extrema pobreza. Eram eles:

- *Farm Security Act (FSA)*, que elevava os preços recebidos pelos agricultores, aumentando seus rendimentos.
- *Rural Electrification (REA)*, que ainda existe.
- *Resettlement Administration (RA)*: visava a reassentar rendeiros pobres. Foi substituído em 1935.
- *Tennessee Valley Authority (TVA)*, 1933: procurava modernizar uma das mais pobres regiões (a maioria ficava no Tennessee), por meio da eletrificação gerada pela gigantesca barragem construída no Rio Tennessee.

- Outros projetos de bem-estar rural estavam subordinados aos programas e às agências *Works Progress Administration (WPA)*, *National Youth Agency (NYA)*, *Forest Service* e *Civilian Conservation Corps (CCC)*, que incluíam a merenda escolar e construção de novas escolas, abertura de estradas em áreas remotas, reflorestamento e aquisição de terras marginais para ampliar florestas nacionais.

O número de desempregados, que se situava em torno de 4% da população em 1929, saltara para mais de 20%, em 1933. Para enfrentar o problema, o *New Deal* produziu vários programas, cabendo destacar:

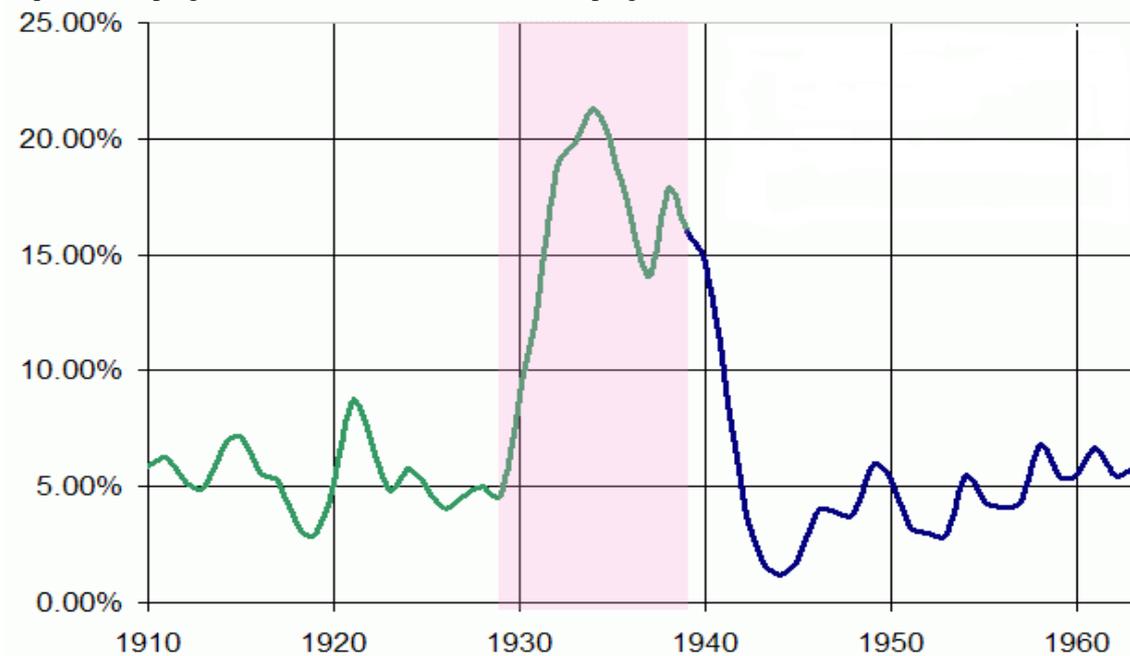
- *National Industrial Recovery Act (NIRA)*, 1933: Constituído por um conjunto de regras objetivando a redução da concorrência desleal, aumento dos salários e preços (terminado em 1935).
- *Public Works Administration (PWA)*, 1933: Grandes projetos de obras públicas, utilizando-se principalmente de empreendedores privados (terminou em 1938).
- *Civilian Conservation Corps (CCC)*, 1933-1942: Empregava homens jovens em trabalhos não qualificados em zonas rurais, sob a supervisão do Exército. Havia também um programa de geração de trabalho específico para populações indígenas e o *Indian Reorganization Act* (1934), que tentava conter a assimilação das populações nativas.
- *Civil Works Administration (CWA)*, 1933-34: Gerava trabalho temporário para milhões de desempregados.
- *Social Security Act (SSA)*, 1935: Fornecia auxílio financeiro para idosos e deficientes. A contribuição era paga tanto pelo empregado como pelo empregador sobre a folha de pagamentos. A carência estava estabelecida em 07 anos de contribuições. É a base do sistema de previdência atual.

- *Works Progress Administration (WPA)*, 1935: Um extenso e importante programa de geração de trabalho em âmbito nacional para mais de 2 milhões de desempregados. Criação de oportunidades de trabalho na construção civil para assimilar homens desempregados e sem qualificação; projetos de costura para as mulheres e os projetos de artes para artistas, músicos e escritores desempregados; terminou em 1943. O *WPA* substituiu o *Federal Emergency Relief Administration (FERA)*, criado por Hoover para diminuir o desemprego da mão de obra menos qualificada.
- *National Labor Relations Act (NLRA) / Wagner Act*, de 1935: Criado para supervisionar as relações de trabalho; Na década de 1930, os sindicatos são fortalecidos. Modificado pela Lei *Taft-Hartley* (1947). Ainda existe.
- *Fair Labor Standards Act*, 1938: Estabelece a semana de trabalho em no máximo em 40 horas, e salário mínimo de 40 centavos de dólar por hora, além de eliminar diversas formas de trabalho infantil. Ainda existe.

Ressalve-se que, apesar do esforço empreendido em promover o emprego, o sucesso dos programas foi relativamente limitado. O desemprego foi reduzido para 14% em 1936, voltando a subir em 1937 para o patamar de 17%. Taxas de desemprego realmente reduzidas só foram alcançadas com o esforço de guerra da década de 1940.

Gráfico 5: Taxa de Desemprego nos Estados Unidos (1910 a 1960).

Taxas de desemprego nos Estados Unidos (1910-1960) - Os anos da Grande Depressão (1929-1939) estão em destaque. Desemprego estimado % (1910 a 1939). Desemprego % (1939 em diante).



Fonte: Louis D. Johnston and Samuel H. Williamson, "What Was the U.S. GDP Then?"

Foto 3: Desempregados em fila.



Desempregados em fila, do lado de fora do *Municipal Lodgers House* em Nova Iorque (1930).

Fonte: http://highered.mcgraw-hill.com/sites/dl/free/0073257184/114174/bri79130_ch25.pdf

Entre 1929 e 1933, a economia foi vítima de um ciclo de depressão da produção e dos preços. Para tentar reverter o quadro, a Câmara de Comércio, ainda em 1931, tentou promover um sistema antideflação, que, apesar da legislação antitruste, incentivava as associações comerciais a formar cartéis de estabilização de preços de suas indústrias filiadas. Roosevelt foi receptivo à ideia, porém insistiu que a elevação de preços deveria estar acompanhada da elevação dos salários.

A resultante dessa formulação foi materializada no *National Industrial Recovery Act (NIRA)*, programa aprovado pelo Congresso em 1933, que garantia aos trabalhadores a negociação coletiva de salários e direitos trabalhistas e estimulava a associação sindical (antecedendo *Wagner Act* de 1935).

O *NIRA*, por sua vez, criou o *National Resources Planning Board (NRPB)*, para promover o planejamento econômico. Era chefiado por nada menos que Fredric A. Delano, tio de Roosevelt.

Para combater o desemprego, o *NIRA* criou, em 1933, o *Public Works Administration (PWA)*, um grande programa de obras públicas que gastou entre 1933-1935 algo como US\$ 3,3 bilhões em 34.599 projetos, gerando de 2 a 3 milhões de empregos para desempregados com baixa qualificação, sendo tocadas por empresas privadas.

Também estabeleceu o *National Recovery Administration (NRA)*, que se voltava para a estabilização de preços e salários por meio da negociação tripartite. O *NRA* promoveu a regulação de preços e normas de produção para diversos tipos de bens e serviços.

O *NRA* era considerado o centro do *NIRA* e conduzido pelo ex-general e alto funcionário econômico durante a Primeira Guerra, Hugh Samuel William Johnson, que propunha a adoção do *blanket code* (sistema de código obrigatório) que aumentaria

primeiramente o rendimento assalariado e posteriormente o consumo, os preços e a produção. Segundo se acreditava, era a melhor forma de combate à depressão dos preços.

Esse Código estabelecia que cada empresa devia se comprometer a pagar um salário mínimo de 20 a 45 centavos de dólar por hora e a manter a jornada semanal máxima de 35 a 45 horas, bem como a abolir o trabalho infantil.

Para a difusão do *NRA*, que conclamava esforços para a recuperação industrial, Johnson utilizou-se da ideia utilizada pelo *War Industries Board* durante a Primeira Guerra e em 20 de julho de 1933 deu início a uma campanha publicitária cujo símbolo era o *Blue Eagle*. Esse símbolo deveria ser colocado nas empresas que adotavam as propostas de Roosevelt e os consumidores eram incentivados a adquirir os produtos das empresas membros do *NRA*¹⁰².

Figura 1: *Blue Eagle*



Fonte: <http://www.pophistorydig.com/?tag=vanity-fair-nra-blue-eagle>

Em tempo relativamente curto, a *NRA* conseguiu a adesão de quase todas as indústrias importantes ao acordo antideflação, no qual a empresa associada não poderia baixar os seus preços e salários e deveria manter os empregos. Os resultados apareceram, tanto que a

¹⁰² O *Blue Eagle* é uma representação de cor azul do *Thunderbird* americano. No cartaz, a frase: Membro do *NRA*. Fazemos a nossa parte. Em 5 de setembro de 1935, após a invalidação do sistema de código obrigatório, o emblema foi abolido e seu uso proibido.

produção industrial cresceu 55% entre maio de 1933 e maio de 1935¹⁰³, quando em 27 de maio de 1935 o *NRA* terminou por decisão do Supremo Tribunal, que o considerou, em decisão unânime, inconstitucional (caso *Schechter x Estados Unidos*), bem como derrubou o *Frazier-Lemke* (parte legal do *New Deal*).

Como reação à decisão da Suprema Corte, em 27 de junho de 1935, uma nova legislação foi criada para substituir o *NRA*. Tratava-se do *National Labor Relations Act (NLRA)*, também conhecido como *Wagner Act*, que deu maior poder aos sindicatos por meio da obrigatoriedade de adesão sindical e fortaleceu a negociação coletiva. Para garantir o cumprimento das regras estabelecidas nos acordos salariais, a legislação estabeleceu o *National Labor Relations Board (NLRB)*.

As políticas do *New Deal* sempre foram alvos de ataques da oposição conservadora. A primeira oposição organizada partiu da *Liberty American League*, em 1934, liderada por democratas conservadores. O *New Deal* também foi atacado pelo que se cognominou "velha direita", que incluía políticos, intelectuais e editores de jornais.

O primeiro *New Deal* (1933) estava voltado para os problemas mais urgentes da Depressão localizados no sistema financeiro e na produção. Foi o *New Deal* dos bancos, fazendas e fábricas.

O segundo *New Deal*, que abarcou o período de 1934-36, foi direcionado para a promoção e fortalecimento dos sindicatos e melhorias sociais principalmente por meio dos programas *Works Progress Administration (WPA)* e do *Social Security Act (SSA)*. Estava voltado para conquistas do bem-estar social, sistema que foi amplamente expandido. Nesse

¹⁰³ O nível de emprego no setor industrial privado americano apenas em 1937 recuperou o patamar da década de 20 pré-crise. Porém o crescimento do emprego só retomou de fato quando do surgimento da Segunda Guerra, quando o emprego industrial saltou de 11 milhões em 1940 para 18 milhões em 1943.

período, os sindicatos prosperaram e o governo, antes alheio, passou a atuar como árbitro nas disputas de classes.

O programa mais importante de todo o *New Deal* foi o *Social Security Act*. Esse programa estabeleceu um sistema de aposentadorias e pensões, seguro-desemprego e diversos benefícios sociais, instituindo o Sistema de Previdência Social de caráter universal nos Estados Unidos, financiado, conforme desejado por Roosevelt, por meio de fundos de salários e não basicamente pelo Tesouro.

Em reação, a Suprema Corte, na tentativa de obstaculizar o processo que estava sendo desencadeado, declarou a inconstitucionalidade de vários programas do *New Deal*, que foram imediatamente substituídos.

Em resposta, em 1937, Roosevelt tentou aprovar sem sucesso no Congresso, o *Judicial Reorganization Bill* que visava dar poderes ao Presidente para nomear os Juízes que viessem a substituir aqueles que se retirassem ou atingissem os 70 anos (aposentadoria compulsória), de forma a aumentar seu número na Suprema Corte.

O *Fair Standarts Act* de 1938, considerada a legislação mais importante do terceiro *New Deal*, definiu as horas máximas e salários mínimos para a maioria das categorias de trabalhadores. O *Federal Crop Insurance Corporation (FCIC)*, também de 1938, foi reestruturado em 1996, passando a se chamar *Risk Management Agency*, mas continua a existir.

Diversos programas, inclusive em consequência do aquecimento econômico trazido com a produção de guerra e pela pressão da coalização conservadora, foram descontinuados, tais como o *WPA* e o *CCC*. Muitas regras e regulações criadas no *New Deal*, que visavam dar proteção à economia contra possíveis crises, foram alvos de desregulações, principalmente no período de 1975-1989. Ressalve-se que, coincidência ou não, o mundo não

vivenciou nenhuma crise sistêmica enquanto os mercados não estavam sujeitos apenas à autorregulação.

Vários programas continuam ativos até nossos dias, sendo que alguns continuam com seus nomes originais, como por exemplo, o *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, a *Federal Housing Administration (FHA)* de 1937, a *Securities and Exchange Commission (SEC)*, o *Tennessee Valley Administration (TVA)* e a *Fannie Mae*, entre outros.

Houve forte impacto no setor de habitação, por meio do incentivo à construção privada e ao crédito imobiliário. Duas Agências foram criadas, a *Home Owners' Loans Corporation (HOLC)*, que buscava aumentar e padronizar o crédito e o sistema de avaliação imobiliário, e a *Federal Housing Administration (FHA)*, que criava normas de construção civil. A *Fannie Mae* foi criada em 1938, sendo sua missão comprar e securitizar hipotecas, garantindo fundos para as financiadoras imobiliárias. Foi privatizada em 1968.

Antes das reformas do setor imobiliário estabelecidas pelo *New Deal*, apenas 1/4 da população possuía a propriedade das residências, pois o empréstimo padrão situava-se no prazo de 5 a 10 anos e taxas reais de juros muito elevadas, limitando o acesso ao crédito imobiliário. Com as mudanças, as hipotecas passaram a ser financiadas por um prazo de até 30 anos e com taxas de juros mais baixas. Nos anos 80, praticamente 2/3 da população tinha a propriedade (hipotecada) de suas residências.

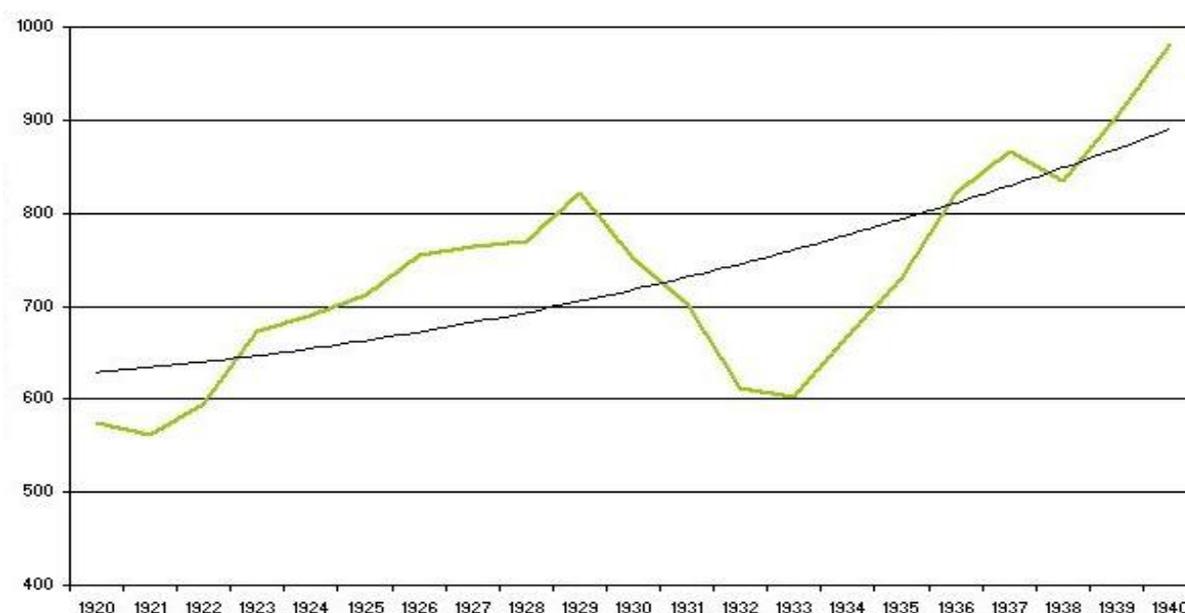
Tabela 5: Estatísticas Básicas Estados Unidos (1929 a 1940).

	1929	1931	1933	1937	1938	1940
Produto Interno Bruto real (PIB) (1)	101,4	84,3	68,3	103,9	96,7	113,0
Índice de Preços ao Consumidor (2)	122,5	108,7	92,4	102,7	99,4	100,2
Índice de Produção Industrial (2)	109	75	69	112	89	126
Money Supply M2 (US \$ bilhões)	46,6	42,7	32,2	45,7	49,3	55,2
Exportações (US \$ bilhões)	5,24	2,42	1,67	3,35	3,18	4,02
Desemprego (% da força de trabalho civil)	3,1	16,1	25,2	13,8	16,5	13,9

Fonte: United States Bureau of Labor. (1) Em dólares 1929 e (2) 1935-39 = 100

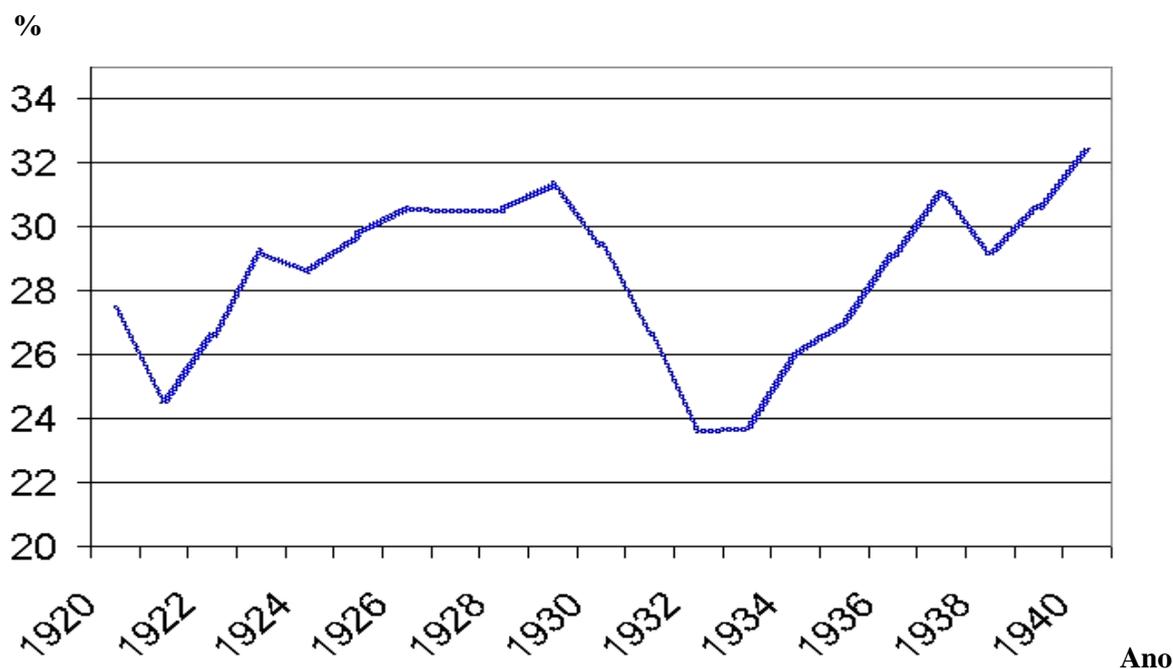
Conforme podemos verificar no gráfico a seguir, que trata do Produto Interno Bruto (*Gross Domestic Product - GDP*) entre os anos 1929 - 1940, o crescimento do produto foi surpreendente entre 1933 e 1936 (dos maiores da história econômica americana), voltando e ultrapassando os níveis de antes do *crash*. E após recessão de 1937-38, o crescimento foi contínuo, fortemente ajudado pela economia de Guerra.

Gráfico 6: Produto Interno Bruto Estados Unidos (1920 a 1940).



Fonte: Historical Statistics (1976) series Y457, Y493, F32 (US\$ bilhões de 1999).

Os níveis de emprego acompanharam de perto a evolução do crescimento do produto. No gráfico a seguir podemos observar que o nível do emprego estava em 1932-33 (pior momento da Grande Depressão) em patamar inferior ao pior ano da década de 20. Apesar de o *New Deal* ter sofrido seu revés em 1937-38, o nível de emprego manteve-se muito acima dos anos da Grande Depressão.

Gráfico 7: Emprego Total nos Estados Unidos (exclui WPA) (1920 A 1940).

Fonte: U. S. Census, Historical Statistics (1976), series D127.

Tabela 6: Desemprego (% da população ativa):

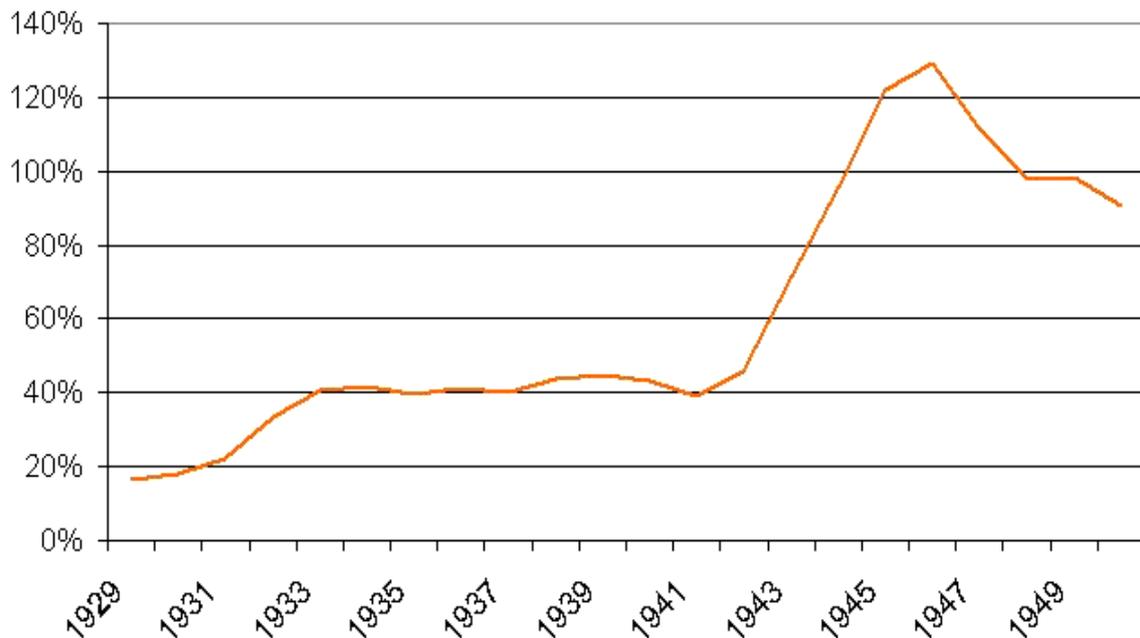
Darby contabiliza os trabalhadores WPA como empregados e Lebergott como desempregados.

Tabela 6: Desemprego (% da população ativa)		
Ano	Lebergott	Darby
1933	24,9	20,6
1934	21,7	16,0
1935	20,1	14,2
1936	16,9	9,9
1937	14,3	9,1
1938	19,0	12,5
1939	17,2	11,3
1940	14,6	9,5
1941	9,9	8,0
1942	4,7	4,7
1943	1,9	1,9
1944	1,2	1,2
1945	1,9	1,9

Fonte: U. S. Census, Historical Statistics (1976), série D-86, 1983 Smiley.

Outro detalhe importante era que Roosevelt não abandonara, como queriam os Keynesianos, a ideia de manter o orçamento federal controlado. A relação Dívida /PIB, que estava pouco abaixo de 20% em 1929, começou a subir ainda no Governo Hoover, muito em função da grande queda da arrecadação, e alcançou o patamar em torno de 40% do início do *New Deal* até 1941. Evidentemente, com a entrada diretamente na Guerra e posteriormente com o Plano Marshall, a relação Dívida/PIB justificadamente explodiu.

Gráfico 8: Déficit Público como % do PIB, Estados Unidos (1929 a 1950).



Fonte: U. S. Census, Historical Statistics (1976), series F32 E Y493.

Essa atitude em relação ao controle do orçamento público, também conhecida como conservadorismo fiscal, foi um importante componente para o sucesso e credibilidade política dos programas, recebendo apoio de Wall Street e da maioria da comunidade empresarial.

Mesmo os democratas liberais, que consideravam o equilíbrio orçamentário um paradigma econômico para estabilidade de longo prazo, estavam dispostos a aceitar déficits

no curto prazo em momentos em que a necessidade de promoção do crescimento econômico era premente.

O próprio Roosevelt apreciava o conservadorismo fiscal, tanto que nomeou dois conservadores para conduzir o orçamento. O primeiro foi Lewis Douglas, que ficou no cargo de Diretor do Orçamento entre 1933 e 1934, e o segundo Henry Morgenthau Jr., Secretário do Tesouro pelo longo período de 1934 a 1945.

Douglas, tido como menos flexível que Morgenthau, olhava para os gastos públicos sempre com desconfiança. A Lei da Economia (*Economy Act*) de 1933, aprovada nos primeiros 100 dias da Administração Roosevelt, foi tida como uma conquista de Douglas, quando foi possível corte de despesas em aproximadamente US\$ 500 milhões¹⁰⁴.

Porém, a própria necessidade de reeleição fez com que Roosevelt tivesse alguém mais flexível para o cargo. Morgenthau, apesar de acreditar em responsabilidade fiscal, orçamento equilibrado, diminuição da dívida pública e a conveniência do investimento privado ser o condutor adequado do crescimento econômico, era mais flexível em relação ao financiamento dos programas como o WPA, PWA e CCC, que considerava temporários. Morgenthau também retirou os trabalhadores rurais e domésticos do Sistema de Seguridade Social, pois esses não tinham histórico de contribuições.

¹⁰⁴ Atingindo o orçamento militar, correios, salários no governo e demissões de funcionários.

Tabela 7: Principais Programas de Ajuda Governamental (1936 a 1941).

Famílias em Programas de Ajuda Governamental 1936-1941 (média mensal em milhares)						
	1936	1937	1938	1939	1940	1941
Trabalhadores assalariados:						
WPA	1995	2227	1932	2911	1971	1638
CCC e NYA	712	801	643	793	877	919
Outros projetos de trabalho federal	554	663	452	488	468	681
Assistência Pública:						
Programas de Segurança Social	602	1306	1852	2132	2308	2517
Alívio Geral	2946	1484	1611	1647	1570	1206
<i>Total ajuda a famílias</i>	5886	5660	5474	6751	5860	5167
Os trabalhadores desempregados (Bur Lab Stat)	9030	7700	10390	9480	8120	5560
Desempregados	65%	74%	53%	71%	72%	93%

Fonte: United States Bureau of Labor

O New Deal sofreu vários ataques e críticas. Algumas são de pouca consistência, tais com o comparar o *New Deal* com o Fascismo ou como sendo uma tentativa de socializar a América. Em 1937, os editores do *The Economist* publicaram uma avaliação do *New Deal* que concluía:

If the criterion be Utopian, the achievements of the New Deal appear to be small. Relief there has been, but little more than enough to keep the population fed, clothed and warmed. Recovery there has been, but only to a point still well below the pre-depression level. The great problems of the country are still hardly touched. There has been no permanent readjustment of agriculture to meet its changed environment. Very little has been done to iron out the fluctuations of industrial production for the future. The monetary structure of the country, on balance, is less under control than formerly.¹⁰⁵

If the New Deal be compared, not with the absolute standards of Utopia, but with the achievements of other Governments, the former adverse judgement must be modified. If it be compared with either the performance or the promise of its rivals, it comes out well. If its achievements be compared with the situation which confronted it in March, 1933, it is a striking success.¹⁰⁶

¹⁰⁵ BARNES, Harry E. **An economic history of the western world**, 1937, p. 712.

¹⁰⁶ MAJOR, John. **The New Deal**, 2003, p. 101.

III-2.07 - Considerações sobre a crise de 1929

A visão de mundo da elite norte-americana também influenciou a estratégia da política de enfrentamento da quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929. E essa visão era em muito influenciada pelo pensamento de Herbert Spencer (1820-1903), filósofo inglês, contemporâneo e súdito de Sua Majestade Rainha Vitória, também conhecido como um grande “Darwinista Social”.

Seus inúmeros livros tiveram grande circulação na Inglaterra e enorme vendagem nos Estados Unidos ¹⁰⁷. Sua mais famosa frase era “A sobrevivência do mais forte”, que muitos atribuem a Darwin. A confusão derivava do fato de Spencer apreciar tanto Darwin que, ao citá-lo, coloca suas ideias como sendo dele: “estou apenas pondo em prática os pontos de vista do Sr. Darwin no que se aplicam a raça humana”.

Por certo, as ideias de Spencer eram convenientes aos novos-ricos norte-americanos, pois a culpabilidade por causa de sua sorte nos negócios era em muito aliviada. A riqueza era uma consequência da sua superioridade pessoal, decorrente da própria seleção natural a que todas as espécies são submetidas, inclusive os seus antepassados.

Um dos resultados de tal pensamento era que o Governo não deveria intervir nos métodos utilizados para o enriquecimento, pois esse era o próprio caminho para o aperfeiçoamento da raça humana. Quanto aos pobres, apesar de a caridade ser admissível, na prática servia de freio ao natural processo de eliminação dos menos dotados. Ou seja, um verdadeiro absurdo.

¹⁰⁷ Foram vendidos 368.755 exemplares entre 1860-1900. Era certamente um enorme sucesso de vendas. Galbraith, op. cit., 1998, p. 36.

As ideias de Spencer foram absorvidas por inúmeros americanos influentes, sendo o mais destacado em questões econômicas, segundo Galbraith, o inflexível William Graham Sumner, professor de Yale. Sumner traz para si a enorme tarefa de reunir as ideias de Spencer com o pensamento de Adam Smith e David Ricardo.

Em 1882, o próprio Spencer foi à América, sendo recebido, acolhido e reverenciado efusivamente por homens que enxergavam na sua condição de ricos a prova cabal de que a raça humana estava sendo melhorada.

O “Darwinismo Social” estava firmemente fincado na visão de mundo de uma influente camada da sociedade americana, enriquecida de forma rápida, principalmente em negócios ligados e interligados às ferrovias. Essa visão irá inibir decisões importantes após a quebra da Bolsa em 1929.

Essa visão de mundo estava incorporada ao liquidacionista e Secretário do Tesouro Andrew Mellon, que acreditava que as leis naturais da sobrevivência do mais forte eram adequadas como instrumentos de política econômica. A consequência foi o imobilismo durante os anos de governo Hoover e medidas monetárias insipientes e tardias.

A taxa de juros e a taxa de redesconto desceram de forma lenta e gradativa. Mesmo quando atingiram um patamar mais adequado à grave situação (1931), o *Federal Reserve Bank (Fed)* continuava a injetar dinheiro nos bancos via *open market*, mas já não havia para quem emprestar.

O déficit público foi controlado e a busca de seu equilíbrio era uma das políticas utilizadas. A especulação desenfreada no mercado acionário, alimentada pelo crédito bancário farto e barato, estava completamente desregulamentada.

As ações propostas por Roosevelt tiveram a qualidade de retirar a América da situação de catástrofe econômica que havia se metido em 1929 e da Grande Depressão que se seguiu. O *New Deal* é um farto campo para discussões e disputas ideológicas, que reacendem em momentos que de alguma forma relembrem sua validade no enfrentamento de situações econômicas adversas. Cabe ressaltar que para os keynesianos os gastos públicos poderiam ser mais vultosos, fornecendo os estímulos necessários para uma mais rápida recuperação da economia, via o efeito do multiplicador dos gastos.

Porém o *New Deal* não era baseado na visão econômica keynesiana, pois o próprio Keynes foi à Casa Branca defender suas ideias junto a Roosevelt, que não ficou impressionado ¹⁰⁸.

Se a formulação de Keynes tivesse sido aceita por Roosevelt e os gastos públicos tivessem sido aumentados, talvez a recuperação da economia norte-americana pudesse ter sido acelerada e a recessão iniciada em 1937 não ocorresse.

Certo é que o cenário encontrado em 1933 foi superado e apesar da depressão dos anos de 1937 e 1938, a economia se recuperou e lançou bases para um desenvolvimento sustentado e grandioso por décadas.

O *New Deal* pode ser considerado como a aplicação em ampla escala das políticas públicas na reconstrução de uma nação destruída financeiramente e sem esperanças. Até os seus maiores críticos admitem que, apesar das falhas, os resultados alcançados foram de um sucesso impressionante se comparados com a péssima situação encontrada em março de 1933.

¹⁰⁸ Roosevelt emitiu a seguinte frase em relação a Keynes: -"He left a wole rigmarole of figures. He must be a mathematician rather than a political economist...". KENNEDY, D. M. **Freedom from fear: the American people in depression and war, 1929-1945**, 1999, p. 197.

Um forte legado do *New Deal* foi a expansão do papel do Estado por meio da criação de instituições que conduziram à regulação de importantes setores da economia e que promoveram políticas públicas de âmbito federal na vida nacional americana.

A recuperação da economia para os historiadores não foi apenas alcançada pelos programas econômicos, mas também se deve ao Presidente Roosevelt, que por sua liderança e capacidade de luta conduziu o processo, devolvendo a esperança e a autoestima a milhões de trabalhadores desempregados e a pessoas desesperanças e desesperadas.

III-3 - A Crise de 2008

III-3.01 - Antecedentes

“Essa crise é diferente e igual a todas as anteriores ao mesmo tempo”
Paul Krugman (2008)¹⁰⁹

O liberalismo norte-americano após décadas de desenvolvimento econômico sem grandes sustos recebeu um golpe após o primeiro choque do petróleo nos inícios dos anos 70 do século passado e pela recessão que se seguiu em 1974-1975, experimentando a estagflação na economia.

Para enfrentá-la, os economistas voltados às ideias monetaristas propuseram a eliminação ou diminuição dos controles públicos criados para o combate a Grande Depressão, durante o *New Deal*, e consolidados em Bretton Woods.

Tratava-se de retirar da cena econômica os governos intrometidos, inapropriadamente protetores de empresas com o dinheiro do contribuinte para dar espaço ao livre mercado. A ideia prosperou e a economia foi desregulada e liberada. E a panaceia deveria ser adotada por todos que desejassem alçar um desenvolvimento sustentado.

Com as crises latino-americanas, russa e asiática das décadas de 1980 e 1990, ficava evidente que o caminho a ser seguido consistia, entre outras medidas, em aumentar a poupança interna, equilibrar os orçamentos e voltar-se para a obtenção de superávits comerciais. Então foi elaborada uma cartilha que ficou conhecida como "Consenso de

¹⁰⁹ Paul Robin Krugman (28 de fevereiro de 1953) é um economista americano, professor de Economia e Relações Internacionais em Princeton, colunista de opinião do The New York Times. Em 2008, o Nobel de Economia por suas contribuições à “*New Trade Theory*” e “*New Economic Geography*”.

Washington”¹¹⁰. Para melhor visualizarmos as condições que criaram esse cenário devemos retroceder ao momento que levou à mudança de mentalidade da condução da economia americana.

No período que se estendeu de 1972 a 1982, os Estados Unidos apresentaram diversos indicadores negativos. Seu crescimento econômico foi dos menores desde a Segunda Guerra Mundial, bem como a inflação esteve fortemente presente.

As empresas americanas foram deslocadas de seus históricos mercados pelas empresas japonesas. A indústria pesada foi uma das que mais sofreu, quando as demissões em massa conviviam com a diminuição das jornadas de trabalho. O próprio coração industrial americano passou a ser chamado de “cinturão de ferrugem”.

Além disso, os países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) multiplicavam o preço do petróleo. Internamente, protestos contra a guerra no Vietnã, batalhas nas Universidades, criminalidade em ascensão, Nova Iorque falida e a renúncia de um Presidente acusado de suborno e corrupção. Em 1980, a palavra “estagflação” resumia o cenário econômico vigente.

Os crescentes gastos com as políticas de bem-estar e o aumento da criminalidade nos anos 60 do século passado criaram uma aversão que levaria os trabalhadores que normalmente votariam nos democratas, a migrarem seus votos para os republicanos¹¹¹, elegendo o

¹¹⁰ O Consenso de Washington, apresentado originalmente por Williamson (1990), tinha a simbólica forma de um decálogo. Recomendava que os países adotassem reformas institucionais visando abertura à economia internacional por meio de reformas comerciais, financeiras e de atratividade ao investimento direto, complementadas por uma taxa de câmbio “competitiva” e o papel Estado, tanto em termos fiscais: equilíbrio orçamentário, gastos com “alto rendimento social”, impostos com ampla base e baixas taxas marginais; como em termos institucionais: privatização, desregulação, reforço dos direitos de propriedade. Elaborado inicialmente para ser aplicado pelos países da América Latina, foi, a seguir, ampliado para os demais países em desenvolvimento. Posteriormente, após uma revisão ficou conhecido como “Consenso de Washington Ampliado”.

¹¹¹ PHILLIPS, Kevin. **The Emerging Republican Majority**, 1969.

candidato republicano por pequena margem. Quando Nixon tomou posse para seu primeiro mandato em 1969, a economia já começava a dar sinais de enfraquecimento e só viria a piorar.

Em 1970, o crescimento desabou para próximo de zero, a inflação beirava os 6% e o déficit seguia a trajetória histórica. Controlar o déficit pela via do aumento da carga tributária poderia implicar maior inflação. Além desse impasse, havia o problema do dólar que, por estar preso ao compromisso do Governo de resgatá-lo à taxa de US\$ 35,00 por onça de ouro (31 gramas), se tornou o moderno padrão-ouro que fornecia estabilidade monetária a nível mundial.

Porém, as reservas em ouro americanas estavam muito baixas, o que dava ensejo a “ataques especulativos” contra o dólar a fim de se verificar se os compromissos seriam mantidos pelo tesouro americano. Para conter os ataques contra a moeda, o Governo poderia aumentar a taxa de juros, mas haveria o risco, em razão de a economia se encontrar fragilizada, de levá-la à recessão.

Nixon, em agosto de 1971 ¹¹², visando reverter o quadro econômico e acelerar a economia anunciou as seguintes medidas:

- Redução de impostos
- Controle de preços e salário por 90 dias (acabou ficando por três anos)
- Aplicação de sobretaxa de imposto sobre importações
- Eliminação do compromisso de resgatar dólares por ouro

¹¹² MATUSOW, Allen J. **Nixon's economy: booms, busts, dollars, and votes**, 1998, p. 91.

O controle de preços e salários permitiu um forte aumento da oferta monetária, em 10% em 1971 (maior registrada até então), reconduzindo ao crescimento econômico de 5% em 1972 (ano da reeleição de Nixon).

Por sua vez, o dólar sofreu acentuada perda, aproximadamente 25%, chegando a ser cotado a US\$ 44,00 por onça de ouro no final do ano de 1971. Com os aumentos do preço do petróleo pela OPEP, o dólar se desvalorizou para US\$ 100,00 em 1973 ¹¹³, flutuando entre US\$ 230,00 e US\$ 580,00 em 1979 ¹¹⁴ e atingindo US\$ 850,00 por onça de ouro em 1980.

Em 1974, o Congresso retirou o controle de preços e salários e a inflação reprimida apareceu na forma de dois dígitos, acompanhada de forte recessão no período de 1974-75. Com o fim da Guerra do Vietnã, Nixon cortou os gastos militares, e expandiu, com aprovação do Congresso, os benefícios da seguridade social e criou programas federais de ação afirmativa que se espalharam por grandes empresas e organizações públicas, sendo esta mudança muito importante para futura mudança de paradigmas regulatórios.

Nixon foi um político heterodoxo em vários sentidos, e essa tendência ou visão de condução econômica se manteve com Gerald Ford e ampliou-se com Jimmy Carter, eleito em 1976.

Na primavera de 1979, no final do governo economicamente confuso de Carter, a inflação trimestral chegou a 14%, a política externa era muito problemática e a economia interna estava desaquecida. Em 1980, a inflação atingiu 13,5% com a produção em queda e o

¹¹³ A OPEP triplicou os preços do petróleo.

¹¹⁴ A OPEP triplicou novamente os preços do petróleo.

dólar em processo de desvalorização ¹¹⁵. Porém, Carter poderá ser lembrado por dois importantes atos:

1- Fim do controle de preços do petróleo, no período mais difícil de sua gestão (1979), apesar da objeção do Congresso. Na prática, o fim do controle só foi implementado por Reagan, sendo uma das causas do fim do domínio absoluto da OPEP ¹¹⁶.

2- Pela importante nomeação de Paul Volcker para a Presidência do *Federal Reserve Bank (Fed)* com liberdade para combater a inflação e restabelecer a ordem financeira. Volcker era um economista que dividira sua carreira entre o Tesouro e *Chase Manhattan Bank* e tido como conhecedor dos meandros dos mercados financeiros, além de sua visão conservadora no combate a inflação ¹¹⁷.

Por sua vez, a inflação americana tornava os investidores de longo prazo avessos aos títulos e às ações que financiavam as empresas e os atraía para ativos tais como ouro, arte e imóveis, alimentando bolhas especulativas. O medo da recessão com inflação descontrolada levou ao crescimento dos admiradores do Monetarismo da Escola de Chicago, cujo mentor máximo, Milton Friedman, ganhava mais adeptos a cada dia no governo.

Um novo cenário estava se formando. Volcker no *Federal Reserve Bank (Fed)* e Friedman como ideólogo da nova visão econômica. Não que um tivesse necessariamente a ver com o outro. Também não se quer dizer que os ensinamentos de Friedman tenham sido seguidos à risca por Volcker, muito pelo contrário.

¹¹⁵ BIVEN, W. Carl. **Jimmy Carter's economy: policy in an age of limits**. The University of North Carolina Press, 2002.

¹¹⁶ BIVEN, W. Carl. Op. cit. 2002, p. 193.

¹¹⁷ BIVEN, W. Carl. Op. cit. 2002, Volcker – Chapter 11, p. 237.

O Monetarismo ¹¹⁸ basicamente ensina:

- Ser possível controlar a inflação se o estoque de moeda (M1 = dinheiro em poder do público + depósito à vista nos bancos) fosse controlado. Esse controle feito pelo *Federal Reserve Bank (Fed)* deveria manter o crescimento do estoque de moeda aproximadamente no mesmo ritmo do crescimento da economia e todos os preços permaneceriam equilibrados. Para o Monetarismo, e daí deriva a palavra, a inflação é um fenômeno essencialmente monetário. Em suma, ofertar moeda além do crescimento da economia resultará em inflação.
- A economia possui uma taxa natural de desemprego, função da tecnologia e capacitação da força de trabalho. Tentar baixar o desemprego aquém dessa taxa de desemprego estrutural será um desperdício de recursos fiscais, cujo resultado prático será mais inflação.
- A oferta de moeda era o resultado do estoque (M1) multiplicado pela Velocidade de Circulação. Porém os estudos que Friedman promoveu lhe diziam que a Velocidade era mais ou menos constante em diversos cenários e, por conseguinte, o governo (*Federal Reserve Bank*) deveria se concentrar no estoque de moeda.
- O governo deveria ter funções limitadas. Opunha-se a quase todas as formas de controle e regulamentação governamental, pois o Capitalismo de Livre Mercado deveria funcionar sem entraves. É famosa a sua frase - “não há almoço grátis”, referindo-se aos custos inerentes da política Keynesiana.

¹¹⁸ De LONG, J. Bradford. **The Triumph of Monetarism?**. The Journal of Economic Perspectives, vol. 14, no. 1, Winter 2000.

A eleição de Ronald Reagan, em 1980, resultou na substituição do Keynesianismo, visão de economia política dominante desde 1961 quando John F. Kennedy a retomou, com base nos resultados nem sempre confirmados do *New Deal*, por uma política que privilegiava menores impostos, cortes de programas sociais e altos gastos militares, que ficou conhecida por *Reaganomics* ¹¹⁹.

Deve-se destacar que, no início da década de 1980, aconteceram dois fatos econômicos relevantes:

- 1- Um surto de investimentos em capital de risco
- 2- O colapso do Cartel da OPEP, logo que Reagan colocou em prática o fim do controle de preços internos do petróleo em 1981.

O surto de investimentos em capital de risco teve sua remota origem em lei de 1973 que obrigava que as empresas criassem reservas em dinheiro para financiar as aposentadorias de seus funcionários.

Com o tempo, os ativos desses fundos de pensão atingiram cifras trilionárias, dando condições políticas aos seus gestores de exigir a redução das rigorosas regras que regulavam os investimentos desses fundos, que efetivamente iniciou-se em 1979.

Deve-se ressaltar que a inflação foi domada por Volcker e não pelo Monetarismo, pois o *Federal Reserve Bank (Fed)* não controlava de fato o estoque de moeda. Os bancos, sempre muito criativos como explicado por Minsky (1982), conseguiam driblar as restrições com a utilização de novos produtos financeiros, tais como fundos mútuos de alto desempenho e contas correntes com rendimentos.

¹¹⁹ BENSON, Michael. **Ronald Reagan**, 2004, p. 79.

Os membros do *Federal Open Market Committee (FOMC)* não sabiam simplesmente qual era o estoque efetivo de moeda na economia. Portanto o caminho era aumentar absurdamente a taxa de juros e diminuir a oferta de moeda, mesmo que isso levasse o país para a recessão.

Em janeiro de 1981, os títulos do Tesouro de 90 dias passaram a pagar 20% e a taxa de juros básica de curto prazo atingiu o patamar de 19% ao ano ¹²⁰. O resultado não poderia ser diferente: o PIB caiu para 1,9%, sendo o pior índice no pós-guerra.

Porém, a inflação começou a ceder a partir de meados do ano e o rendimento da taxa básica de juros recuou no final do ano para o nível mais civilizado de 8,7% a.a. Deu-se início a recuperação econômica no quarto trimestre, que continuou em 1983 (4,5%) e 1984 (7,2%), com o dólar em valorização.

Em 1985, a inflação se estabilizou em 4,1 % e a taxa básica de juros recuou para o menor nível em 20 anos, remunerando as aplicações em apenas 1,9% ao ano.

As taxas de juros dos títulos de longo prazo emitidos pelo Tesouro se mantiveram baixas, com raros eventos de elevação nas duas décadas seguintes. Demonstrando, a partir desse macro ajuste, o compromisso norte-americano de manter a estabilidade dos preços, mas que não era extensível em relação ao controle de seu déficit público.

A década de 1980 é caracterizada em termos dos mercados financeiros pelo chamado “*Boom*” de Aquisições Alavancadas ¹²¹ e pela profunda crise das instituições de Poupança e Empréstimos (*Savings and Loans - S&L*).

¹²⁰ As dívidas do terceiro mundo lastreadas em títulos vinculados a *Prime* e a *Libor* explodiram.

¹²¹ SORNETTE, Didier. **Why stock markets crash:** critical events in complex financial systems. Chapter 7 – LTCM, 2003, p. 76.

O *boom* de aquisições perdurou praticamente por toda a década (1982-1989)¹²², estando sua origem na reengenharia administrativa, pela qual passaram os grandes conglomerados norte-americanos, até então incapazes de enfrentar a concorrência estrangeira, em particular a japonesa.

Com o sucesso decorrente da reestruturação empresarial, os mercados de ações se reativaram e seus preços foram realinhados gerando ganhos expressivos, principalmente com a multiplicação de novos fundos de investimentos. A especulação foi atendida por meio do novo mecanismo denominado de “pagamentos em espécie”¹²³, que era uma espiral sem fim de pagamentos em títulos, caso os títulos iniciais não fossem honrados em espécie.

O período entre 1986 e 1989 é considerado o auge do frenesi do mercado acionário, que, por suas estapafúrdias características e seus *yuppies*, deu ensejo à alcunha de “década da ganância”. Entretanto, no verão de 1989, após uma guerra de ofertas para a aquisição da *American Airlines*, que terminou de maneira abrupta em razão de os bancos negarem financiamentos para a operação e a consequente volatilidade que provocou outras falências, o mercado acionário entrou em colapso em apenas dois meses.

Com a crise das *S&L*¹²⁴, foi realizada uma tentativa de salvá-las por meio da eliminação sistemática das regulações do setor. Assim se tornou possível e legal para qualquer controlador de uma *S&L* criar uma série de subsidiárias para adquirir terrenos, construir residências, administrar condomínios ou simplesmente desviá-los para finalidades não vinculadas, com os recursos dos depositantes. Muitas *S&L*, apesar de se encontrarem

¹²² MISHKIN, Frederic S. **The economics of money, banking, and financial markets**, 2007, p. 294-296.

¹²³ Caso o devedor não conseguisse pagar os títulos em espécie ou dinheiro, o credor receberia mais títulos, também jocosamente chamada “espiral da morte”. Essa prática reapareceu em 2007.

¹²⁴ A função das instituições de Poupança e Empréstimo era atrair depósitos, de forma a financiar hipotecas residenciais em um sistema que funcionava com taxas prefixadas.

insolventes, apresentavam em seus balanços crescimento de seus negócios, com a anuência de firmas de advocacia e contabilidade ¹²⁵.

Apesar do *boom* das Aquisições Alavancadas e da falência das *S&Ls* já apontarem para o perigo da fraca regulamentação dos mercados financeiros, a década de 1980 é caracterizada pela reengenharia administrativa e operacional das empresas americanas, forçada pela competição internacional, preparando o terreno para uma economia de alta produtividade dos anos 1990.

Quando Bill Clinton assumiu a Presidência em seu primeiro mandato, a principal questão econômica para os democratas era a redução do déficit público, tido como o negativo fator predominante do reduzido crescimento econômico e da elevada taxa de juros e o principal inibidor dos investimentos na produção ¹²⁶.

O mentor do combate do déficit era Robert Rubin, Presidente do Conselho de Política Interna, e com carreira construída no mercado financeiro, e seu projeto de orçamento estava repleto de aumentos da carga fiscal, sendo o projeto aprovado no Senado por um único voto de diferença. Sua política econômica foi apelidada de “*Rubinomics*”, cujo objetivo primordial a redução da taxa de juros como consequência da redução do déficit fiscal.

O efeito do pacote fiscal foi ainda superado pela arrecadação sobre os lucros financeiros, gerado pelo eufórico mercado de ações. O *Rubinomics* gerou bons resultados para a administração Clinton, pois a taxa de crescimento médio foi de aproximadamente 3,7%, considerada o melhor desempenho do pós-guerra excetuando-se o período Kennedy/Johnson, feito esse realizado com uma baixa taxa inflacionária média de 2,8% (as melhores desde

¹²⁵ Várias dessas firmas foram multadas pelo *Federal Reserve Bank (Fed)*, dentre elas a Ernest Young e a Artur Andersen.

¹²⁶ Clintonomics: Deficit Reduction and the “New Economy”. BAUMOL, William J.; BLINDER, Alan S. **Economics: Principles and Policy**, 2007, p. 482.

Eisenhower). Ao final da administração, além das contas públicas superavitárias, as taxas básicas de juros de longo prazo situavam-se em torno de 5,5% ao ano.

Cabe dizer que os acontecimentos econômicos das décadas de 1980 e 1990 formaram duas grandes convicções conservadoras:

1-) Que a recuperação econômica dos anos 1980 e 1990 foi consequência da ação do livre mercado e que o liberalismo econômico deveria ser o manual a ser seguido por qualquer nação que desejasse o desenvolvimento econômico sustentado, como explicitado no Consenso de Washington e nos livros “Fim da História”, publicado em fins de 1989, e "O Fim da História e o Último Homem", de 1992, ambos do americano Francis Fukuyama ¹²⁷.

2-) Que os mercados financeiros deveriam ser desregulados, apesar das inúmeras bolhas e suas decorrentes volatilidades serem um forte argumento em contrário.

Como veremos a seguir, pela quantidade de crises financeiras importantes, podemos inferir que a crise de 2008 talvez tenha sido várias vezes ensaiada nas décadas imediatamente anteriores. Vejamos as importantes de forma sucinta:

¹²⁷ Fukuyama (1989), baseado na visão de Hegel de que a História é movida por ideias, argumentava que as sociedades organizadas sob as ideias de economia regida pelo mercado e de política democrática representativa, as sociedades capitalistas avançadas, haviam chegado ao “fim da História”, inexistindo formas melhores de organização. Tal fato não implicava, obviamente, o fim dos eventos históricos. O desenvolvimento dos demais países (ainda “Históricos”) deveria dar-se na mesma direção, desde que fizessem as reformas institucionais necessárias para implementar as ideias de economia de mercado e democracia liberal.

- O *crash* do mercado de ações de 1987 ¹²⁸
- O grande colapso das hipotecas residenciais em 1994 ¹²⁹
- A bolha especulativa “ponto.com” iniciada em 1996 ¹³⁰
- A crise do *Long-Term Capital Management (LTCM)* de 1998 ¹³¹

III-3.02 - O *crash* do mercado de ações de 1987

O mercado acionário americano era frio e pouco atrativo entre 1968 e 1983 ¹³². Se um investidor tivesse uma carteira baseada nos títulos do *Dow Jones* teria perdido, descontada a inflação, algo próximo de 60% do valor inicial.

Apenas com a reversão da inflação, e quando as primeiras aquisições alavancadas surgiram, o mercado acionário começou um processo de alta das cotações e volumes negociados. A valorização atingiu seu ápice no verão de 1987, quando o *Dow Jones* havia triplicado em relação ao início do ciclo altista.

Apesar dos *insiders* considerarem que as cotações já estavam em um patamar muito elevado, havia uma inovação financeira denominada de "seguro de portfólio" que absorveria parte de uma possível queda do mercado. Esse seguro passou a fazer parte dos portfólios dos

¹²⁸ SORNETTE, Didier, op. cit., 2003. The crash of October 1987 (Black Monday on October 19), p. 228.

¹²⁹ GRAMLISCH, Edward M. Subprime mortgages: America's latest boom and bust. Chapter 4 -Benefits, Costs, and Risks for the New Homeowners, 2007, p. 57.

¹³⁰ SORNETTE, Didier, op. cit., 2003. **The NASDAQ**: Crash of April 2000, p. 269.

¹³¹ SORNETTE, Didier, op. cit., 2003. **LTCM**, 2003, p. 76.

¹³² Em 1968, o *Dow Jones* atingiu a marca de 1.000 pontos, entretanto ficou margeando de 800 a 1.000 pontos entre 1968 e 1983, apesar da inflação.

grandes investidores, tais como os fundos mútuos corporativos e de pensão, que também aplicavam nos voláteis mercados de derivativos (mercados futuros e de opções).

Os derivativos, apesar de poderem ser utilizados como *hedge*, têm como principal característica a alavancagem financeira. Aparentemente, não há grandes bolhas sem a sua forte presença nos mercados financeiros. Em suma, os derivativos, por suas características especulativas, são caixas de ressonância das crises.

Os Mercados de Derivativos foram fortemente impulsionados pela descoberta da fórmula de *Black-Scholes*¹³³, ferramenta considerada de fundamental importância, pois podia calcular como uma transação financeira podia ser expressa na forma de uma opção. Com esse avanço, somado à capacidade computacional crescente, os megaportfólios puderam criar diversas e complexas estratégias de *hedge* e de arbitragem com a utilização de derivativos, que são mais baratos.

Nos mercados futuros, os interessados contratam as compras (intenção de lucro) e vendas (intenção de defesa – *hedge*) de títulos ou mercadorias para uma data de vencimento estabelecida pelo mercado. Não há necessidade de o comprador comparecer com todo o montante apazado e sim apenas com uma “margem”, que, em geral, varia entre 10 e 20% do negócio e nem o vendedor de entregar a mercadoria ou título imediatamente. Deve-se ressaltar que várias estratégias são possíveis, tal como vender a descoberto.

Para o vendedor, o *hedge* pode ser uma boa estratégia, pois se, por exemplo, precisa garantir um preço de venda que viabilize a produção de uma determinada *commoditie*, pode vendê-la com antecedência e eliminar qualquer volatilidade sobre seu negócio.

¹³³ A fórmula *Black-Scholes* recebeu o nome de seus autores e foi publicada em 1973 no *Journal of Political Economy*. CHRISS, Neil. **Black-Scholes and beyond**: option pricing models. McGraw-Hill, 1997.

O comprador, investindo apenas parte do montante do valor total da transação, pode vir a auferir um lucro excepcional, desde que suas previsões sejam confirmadas pelos preços no momento do vencimento ou no repasse de sua posição.

Já no mercado de opções, simplificada, o investidor compra o direito de exercer ou não a compra de determinado título em data futura fixada pelo mercado, sendo também possível contar com diversas estratégias ¹³⁴.

Em agosto de 1987, o *Dow Jones* atingiu a marca de 2700 pontos. A partir deste ponto, começou um lento ciclo de baixa e em meados de outubro, após nervosa semana, os mercados caíram mais de 10%. Na segunda-feira (19 de outubro), denominada “**Segunda-Feira Negra**”, uma enxurrada de vendas das posições de futuro, com os preços em queda livre, provocou o acionamento do “*circuit breaker*” pela Bolsa de Nova Iorque.

Os preços das ações chegaram a ficar desvinculados ¹³⁵, o pânico se espalhou pelos mercados financeiros mundiais e o colapso da Bolsa de Nova Iorque de 1929 foi lembrado, pois as ações chegaram a cair 23% em um único dia, sendo a maior queda percentual da história daquela instituição.

O “seguro portfólio”, apesar de aliviar problemas localizados e pontuais em um ou poucos fundos, evidentemente não poderia garantir quando o mercado inteiro estivesse se dissolvendo em grandes quedas, que era o caso.

¹³⁴ Por exemplo, a cotação de um título no mercado à vista está em US\$ 100,00 em outubro. A opção de compra para o vencimento em dezembro do referido título é de US\$ 5,00. Caso o título no vencimento esteja cotado a US\$ 115,00, o investidor pode exercer a opção de compra por US\$ 100,00, lucrando US\$ 10,00 por transação. Caso o título esteja valendo apenas US\$ 90,00, o investidor poderá não exercer a sua opção de compra e perderá o valor pago pela opção (que virou pó). Para o vendedor, o negócio foi de defesa, e no caso da perda de valor do título obteve o valor da opção.

¹³⁵ Normalmente, os preços das ações nos mercados futuros estão vinculados aos seus preços no mercado à vista.

Só restava a rápida atuação do governo, que aconteceu pelas mãos do *Federal Reserve Bank (Fed)* Regional de Nova Iorque, por meio da disponibilização de linhas de créditos bancários, exclusivamente destinados às corretoras de valores mobiliários, surtindo efeitos desejados e tranquilizadores.

Entretanto, o estrago custou algo como meio trilhão de dólares em perdas de riqueza e o mercado acionário se mantiveram desaquecido por alguns anos. Por outro lado, representou um teste de força para o recém-empossado Presidente do *Federal Reserve Bank (Fed)*, Alan Greenspan¹³⁶, que com sua rápida intervenção, evitou a disseminação da crise americana para os mercados mundiais.

Porém, a relativa facilidade com que a crise de 1987 foi contornada pode ter sido um forte componente para a formação da crença que *crashes* da extensão de 1929 eram acontecimentos do passado e restritos à história.

III-3.03 - O grande colapso das hipotecas residenciais em 1994

O sonho do cidadão norte-americano de ser o proprietário de sua residência teve seu início no *New Deal*, que por meio de políticas públicas voltadas para a criação e ampliação das instituições de Poupança e Empréstimos (*Savings and Loans – S&L*), que resultou na criação de incentivos para a construção civil, principalmente com a utilização do crédito pelas hipotecas imobiliárias.

¹³⁶ Alan Greenspan (Nova Iorque, 6 de março de 1926) é economista e foi presidente do Fed de 11 de agosto de 1987 até 31 de janeiro de 2006. Após sua aposentadoria, aceitou cargo honorário no departamento do tesouro britânico. Inicialmente apontado para o cargo pelo presidente Ronald Reagan em 1987 em substituição a Paul Volcker, foi reencaminhado ao posto por quatro vezes até sua aposentadoria em 31 de janeiro de 2006, quando foi sucedido por Ben Bernanke.

O governo percebeu que poderia melhorar a eficiência e desempenho do mercado imobiliário pela compra das hipotecas geradas pelas *S&Ls* e de outras instituições legalmente habilitadas nesses negócios, e para tal criou as agências semifederais para atuarem no mercado hipotecário:

1- **Fannie Mae** (*Federal National Mortgage Association – FNMA*) - criada em 1938, como agência do governo e privatizada em 1968.

2- **Ginnie Mae** (*Government National Mortgage Association – GNMA*) - criada quando da privatização da Fannie Mae, para garantir certas classes de hipotecas não elegíveis pelo setor privado. Seus títulos têm a garantia do governo federal, diferentemente da Fannie e da Freddie.

3- **Freddie Mac** (*Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC*) - criada em 1970 para fazer concorrência à Fannie.

As agências, por sua vez, vendiam títulos ou repasses hipotecários. Os repasses hipotecários, lastreados por lotes de hipotecas originadas nas *S&Ls* e consolidados e transferidos para sociedades fiduciárias ou *trusts*, que as transformam em certificados, que representam parcelas dos fluxos de caixa dos pagamentos do principal e de juros, ajustados pela taxa de inadimplência e de amortizações do principal, até que todas as hipotecas estejam quitadas.

Objetivando esclarecer, imaginemos o seguinte exemplo: um *trust* dispõe de um repasse hipotecário que representa o valor de US\$ 500 milhões em hipotecas e que lhe rendem US\$ 50 milhões em juros anuais ou 10% a.a. O *trust* vende certificados aos seus investidores a juros de 5% a.a. e retiram a inadimplência e a amortização, ficando com o lucro da diferença da rentabilidade.

Os repasses hipotecários, apesar de razoavelmente seguros e com rendimentos superiores aos dos títulos do tesouro, possuem alguns problemas de ordem operacional, pois sempre que as taxas de juros caem, os mutuários (a base do sistema) tendem a refinanciar suas dívidas hipotecárias, e, se sobem, protelam suas hipotecas no tempo.

As mudanças nos prazos dificultam o retorno dos investidores dos certificados das *trusts*, enquanto a maioria dos outros tipos de títulos não apresenta essa dificuldade. Para resolver este problema, foi criada em 1983 a Obrigação Hipotecária Garantida (*Collateralized Mortgage Obligation – CMO*)¹³⁷ pelos técnicos da *Freddie Mac*.

Por meio da *CMO*, as hipotecas transferidas para o *trust* como repasse hipotecário, eram divididas em segmentos ou *tranches*.

Os *tranches* eram categorizados conforme suas características em superiores, médios e inferiores¹³⁸.

Em uma ponta, estavam os títulos que compunham o *tranche* superior e tinham a primazia de receber os fluxos de caixa e pagavam uma rentabilidade menor, eram seguros e classificados como AAA. Na outra ponta, estavam os títulos que compunham o *tranche* inferior, que absorviam a inadimplência e amortização da carteira, porém pagavam uma rentabilidade maior (essa questão será retomada quando tratamos das hipotecas *Subprime*).

A introdução da *CMO* produziu um forte impacto por todo o setor hipotecário, pois essa ferramenta financeira com poucos anos de uso transformou um mercado dominado por

¹³⁷ FABOZZI, Frank J.; RAMSEY, Chuck. **Collateralized mortgage obligations: structures and analysis**, 1999.

¹³⁸ Os *tranches* inferiores eram também popularmente denominados de “lixo tóxico”

empresas que faziam todo processo ¹³⁹ em firmas especializadas para cada fase do ciclo hipotecário.

O ambiente competitivo obrigou a diminuição das margens de lucro dos diversos agentes do setor, mas as *CMOs* eram atraentes para o investidor conservador, pois pagavam prêmios superiores aos ofertados pelos títulos do Tesouro.

Na década de 1990, assistiu-se ao processo de complexidade das *CMOs*, que, em vez de serem segmentadas usualmente em três *tranches*, passaram para mais de 100 *tranches*, em consequência dos avanços computacionais daquela década. As *tranches* inferiores é que retinham a inadimplência do setor hipotecário, podiam ser em parte contabilizados pelas empresas e em parte empurrados para o mercado constituído por incautos.

A bolha das *CMOs* rompeu-se inesperadamente em 1994, quando o *Federal Reserve Bank (Fed)* elevou em 0,5% o valor de seus títulos. O total das perdas das *CMOs* foi cerca de US\$ 55 bilhões ou apenas 5,5 % do mercado hipotecário de US\$ 1 trilhão, porém foi o suficiente para desacreditar as hipotecas por três anos.

III-3.04 - A bolha especulativa “ponto.com” iniciada em 1996

A bolha do período Clinton ficou conhecida com “ponto.com” (*dot.com*) e foi decorrência da explosão da internet. As bolhas inflam muitas vezes apoiadas em inovações, e a internet de fato é uma verdadeira revolução tecnológica.

Quando a *web* ainda dava seus primeiros passos, a *Netscape* passou a vender seu primeiro “*browser*”- navegador da internet - que popularizou o uso da rede. Em agosto de

¹³⁹ Desde a captação do cliente, aprovação do crédito hipotecário, recebimento dos pagamentos, administração dos contratos e acordos sobre a inadimplência, até a execução hipotecária se necessário.

1995, a *Netscape* realizou sua oferta pública inicial de ações e o preço do ativo triplicou logo no primeiro dia.

Em poucos meses, Jim Clark, principal acionista da *Netscape* se tornaria o primeiro bilionário forjado na bolha “ponto.com”. Era o *boom* das empresas de tecnologia, principalmente as localizadas no Vale do Silício, quando os preços de suas ações atingiram níveis estratosféricos a partir de 1996.

Alan Greenspan, Presidente do *Federal Reserve Bank (Fed)*, pessoalmente acreditava que bolhas de ativos financeiros não eram o problema primário com o qual o *Federal Reserve Bank (Fed)* deveria se incomodar, provavelmente uma crença advinda de sua visão de confiança nas forças do mercado livre, onde o papel da regulação criaria mais fumaça do que fogo.

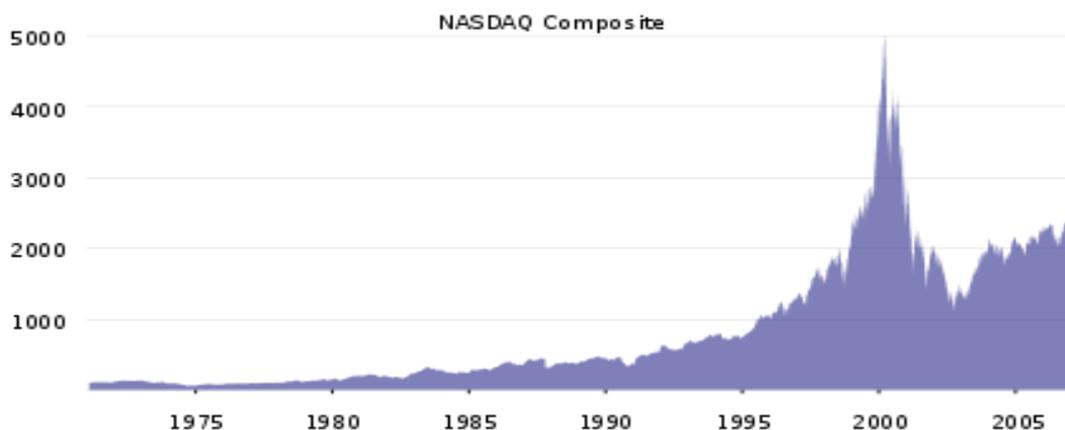
Por conseguinte, mesmo nos anos de *boom* das Aquisições Alavancadas não coibiu os empréstimos bancários que se destinavam a promover as transações especulativas nos mercados de capitais, inclusive recusando-se a promover medidas mais restritivas em relação à exigência de aumento das margens de garantia dos negócios acionários.

Inicialmente, Greenspan chegou a ficar preocupado com o andamento do mercado, quando emitiu a frase que definia o momento: - “exuberância irracional”. Apenas um ano após, aceitou a situação, definindo-a como “um novo paradigma” gerado pelas novas tecnologias.

Como nenhum controle foi estabelecido, o "estouro da bolha" se deu em abril de 2000, com bastante impacto na Bolsa de Valores Eletrônica NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), quando Bill Clinton já havia deixado a Presidência.

A NASDAQ entre 1997 e 2000, impulsionou 1649 empresas e no processo gerou US\$ 316,5 bilhões. Depois de uma profunda reestruturação em 2000, converteu-se numa empresa com fins lucrativos e totalmente regida por acionistas, com ações de sua emissão negociadas em sua própria bolsa.

Gráfico 9: NASDAQ Composite (1970 a 2007).



Fonte: The NASDAQ Composite (de 1971 até abril/2007).

Gráfico 10: NASDAQ Composite (2006 a 2010).



Fonte: The NASDAQ Composite (de 2006 até outubro/2010).

III-3.05 - A crise do *Long-Term Capital Management (LTCM)* de 1998

O *Long-Term Capital Management (LTCM)* era um fundo de *hedge* concebido na *Salomon Brothers* em 1993. Atuava basicamente com estratégias de arbitragem, ou melhor, pequenos ganhos sobre muitas posições transacionadas e de alta alavancagem, também conhecido como operações de valor relativo.

As operações de valor relativo são aquelas em que os investidores observam as relações de preços entre ativos comparáveis, procurando verificar se o comportamento dos preços relativos possui alguma inconsistência ou incongruência.

O caso padrão é dado pelos títulos do Tesouro Americano de emissão recente (*on-the-run*), e por isso são mais negociados e pagam prêmios maiores do que os títulos de emissão antiga (*off-the-run*). Com o tempo, o prêmio dos títulos *on-the-run* tende a desaparecer e se igualar nos vencimentos aos dos *off-the-run*, obtendo pequeno lucro na liquidação da transação.

Não importa se os preços dos títulos caem ou sobem, sendo necessário apenas que os preços dos títulos não se distanciem, para que haja condições de realização da arbitragem. Como o lucro da arbitragem é muito pequeno por transação de operação de valor relativo, torna-se necessário um grande volume de posições e uma alavancagem muito alta para atingir retornos compensadores ¹⁴⁰. Como a transação é de muito curto prazo, a despesa com juros é pequena.

¹⁴⁰ Se a margem da transação de operação de valor relativo for de apenas 0,001% para cada US\$ 1 milhão alavancado, o lucro na liquidação será somente de US\$ 1.000,00.

O *LTCM* começou a funcionar em 1994, após uma oferta aos investidores quando foi levantado US\$ 1,25 bilhão, entrando com recursos a *Salomon Brothers*, *Merrill Lynch*, *Goldman Sachs* entre outros menos famosos. O sucesso foi imediato, pois em 1994, ano que o mercado de bônus foi afetado pela crise das *CMOs*, o retorno foi de 20%. Em 1995 e 1996, os retornos foram ainda maiores superando a casa dos 40%.

O sucesso não passou despercebido no mercado. Outros operadores começaram a entrar no negócio, diminuindo, como se espera, as oportunidades de lucro. O retorno em 1997 caiu para 17%.

O pior estava por vir, pois em 1998 assistiu às moedas dos Tigres Asiáticos sofrerem ataques especulativos e à crise da Rússia, que começou a deixar de pagar o serviço de sua dívida externa. Esses fatos combinados elevaram os prêmios de risco.

Os investidores entraram em pânico, tentando se livrar dos eurobônus russos, mas os operadores de *LTMC*, acreditando nas projeções de seus modelos compraram grandes quantidades de eurobônus russos. Finalmente em outubro de 1998, o governo russo informou que não iria honrar os pagamentos dos seus títulos, nem sequer em rublos.

O mercado de *LTMC* desabou. Todos os operadores de *LTMC* de *Wall Street* tentaram ao mesmo tempo se desfazer das enormes posições a qualquer preço. O problema era para quem, pois, como sempre nessas ocasiões não havia compradores.

Dizem que a equipe do *Salomon Brothers* no desespero do momento solicitou ajuda ao pessoal do *Goldman Sachs* e para justificar sua solicitação revelou suas frágeis posições, que foram utilizadas pelo *Goldman* para operar contra os interesses do *Salomon*.

Dado o quadro, o *Federal Reserve Bank (Fed)* de Nova Iorque, apesar de não intervir diretamente no mercado, com a anuência de Alan Greenspan, iniciou uma operação de

salvamento que não se caracterizava por um resgate público e sim direcionado a vinte grandes bancos comerciais e de investimentos obrigando-os a aportar US\$ 3,6 bilhões nas corretoras para financiar e liquidar posições de *LTCM*, bem como diminuiu as taxas de juros.

O próprio Greenspan justificou junto ao Congresso a motivação da intervenção na crise do *LTCM*, que era em última análise derivada do medo da transmissão aos mercados mundiais: “Se a falência do *LTCM* tivesse provocado a interrupção do funcionamento dos mercados, um dano substancial poderia ter sido infligido a muitos participantes do mercado, inclusive alguns não diretamente envolvidos com o empreendimento, e isso poderiam ter causado prejuízos às economias de muitos países, inclusive ao nosso”.

Os instrumentos de transação financeira foram levados a um alto grau de desenvolvimento e de sofisticação matemática e econométrica nas décadas de 1980 e 1990 e se tornaram, com os aperfeiçoamentos, as tecnologias essenciais para a criação das bolhas de crédito da década de 2000 e da crise sistêmica de 2008. Essas técnicas financeiras tiveram sua implementação viabilizada em decorrência das inovações tecnológicas nas áreas de telecomunicações e informática, representada pela difusão, dos computadores pessoais, das redes corporativas e da internet.

III-3.06 - A década de 2000 e o desencadear da Crise Sistêmica de 2008

“A cada canto um grande conselheiro
Que nos quer governar cabana e vinha;
Não sabem governar sua cozinha
E podem governar o mundo inteiro”.

Gregório de Matos - o Boca do Inferno ¹⁴¹

O estouro da bolha *dot.com* (2000) obrigou ao *Federal Reserve Bank (Fed)* em poucos meses a cortar a taxa de remuneração do *Federal Funds* de algo em torno de 6,5% ao ano para o patamar de 3,5%. Imediatamente após os ataques de 11 de setembro de 2001, o *FOMC (Federal Open Market Committee)* reduziu rapidamente, devido à preocupação com uma possível contração do crédito, que de fato não ocorreu, para 1,75% ao ano, mantendo-a nesse nível durante grande parte do ano de 2002. Em novembro de 2002, observando a desaceleração da economia, reduziu-a ainda em 0,5%.

A partir de 2003, a economia começou uma forte recuperação decorrente dos cortes de impostos e da Guerra do Iraque. Apesar disso, o *FOMC* reduziu ainda mais a taxa de juros, fixando-a em 1% ao ano, a menor desde 1954, tornando os juros abaixo da inflação, ou seja, pegar dinheiro emprestado era muito barato.

Durante 2003, a taxa de juros foi mantida comprimida, reiniciando-se um processo em série de aumentos de 0,25%, até que a taxa atingiu 5,25% ao ano no início de 2006.

Voltando para a formação da nova bolha imobiliária, podemos verificar que entre 2000 e meados de 2005, os Estados Unidos experimentaram um gigantesco *boom* imobiliário, cuja

¹⁴¹ Gregório de Mattos e Guerra (7 de abril, 1636 -- 26 de novembro, 1696). Foi o mais famoso poeta barroco brasileiro, escreveu muitos poemas líricos e religiosos, porém era mais conhecido por suas sátiras, recebendo por causa delas o apelido de "Boca do Inferno". Ele é patrono da cadeira 16 da Academia Brasileira de Letras.

principal consequência foi uma expressiva valorização dos imóveis prontos em 50% no período e uma explosão de novas construções. Estima-se que mais da metade dos novos empregos gerados desde 2001 no setor privado era decorrente das atividades ligadas ao setor imobiliário de construção e de financiamentos imobiliários.

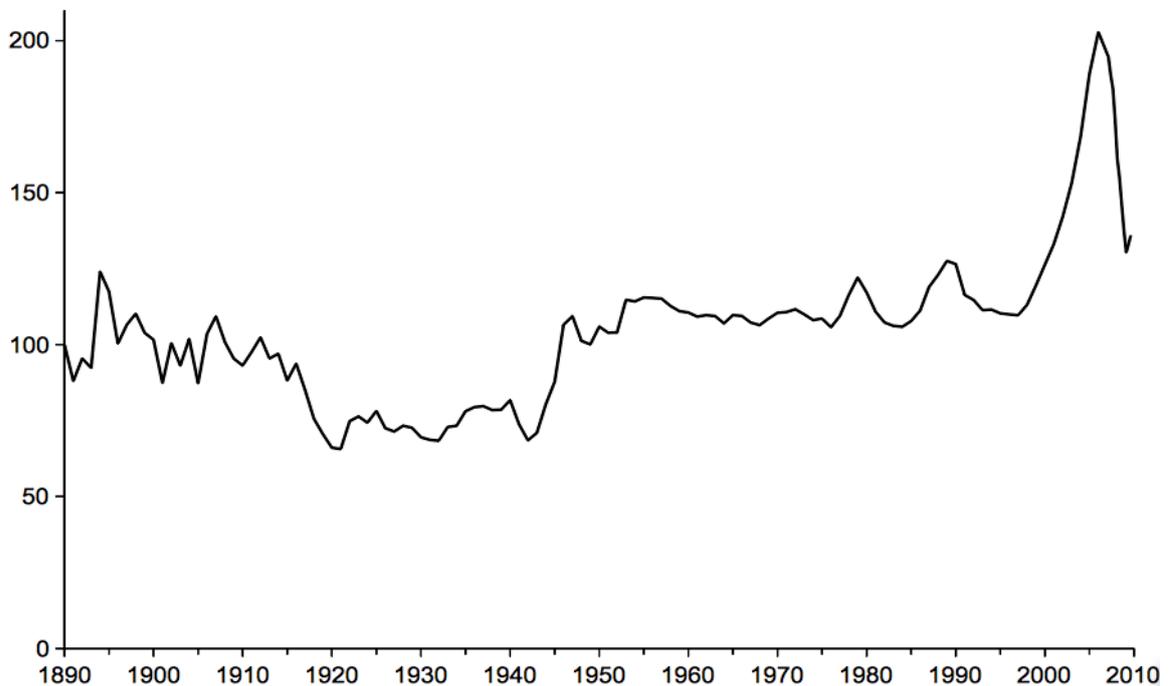
Ao longo da história econômica americana os preços dos imóveis residenciais acompanhavam de perto a taxa de inflação. Financiá-las tem sido um bom negócio e proporciona às famílias o benefício da segurança incorporada em suas vidas. Tem sido um sonho de consumo, principalmente após a II Grande Guerra, com a difusão dos bairros tipicamente residenciais (*suburb*).

A década de 50 do século passado assistiu à construção de um novo padrão de consumo, que ficou conhecido com "*American Way of Life*", que tem como uma de suas marcantes características uma forte confiança em um opulento futuro, manifestado pela vontade dos casais em terem muitos filhos, compensando a baixa natalidade dos anos 1930 (depressão) e 1940 (guerra, representada pelas perdas de vidas no conflito).

A consequência do "*baby boom*" foi o crescimento do número de adultos nas décadas de 1970 e 1980, impulsionando uma migração interna de leste para oeste, muito provavelmente em busca de novas oportunidades, que também pode explicar, pelo menos parcialmente, o *boom* imobiliário daqueles anos.

Entretanto, na década de 2000, já não há o fator populacional ou migratório. Logo o fenômeno da suburbanização não era capaz de motivar a formação da bolha imobiliária de tal envergadura. Além do mais os níveis salariais médios não vinham apresentando valorização real frente aos preços e a poupança das famílias atingiu um nível bastante preocupante.

Gráfico 11: Preços das Residências nos Estados Unidos entre 1890 e 2009.



Base de preços das Residências: 1890 = 100

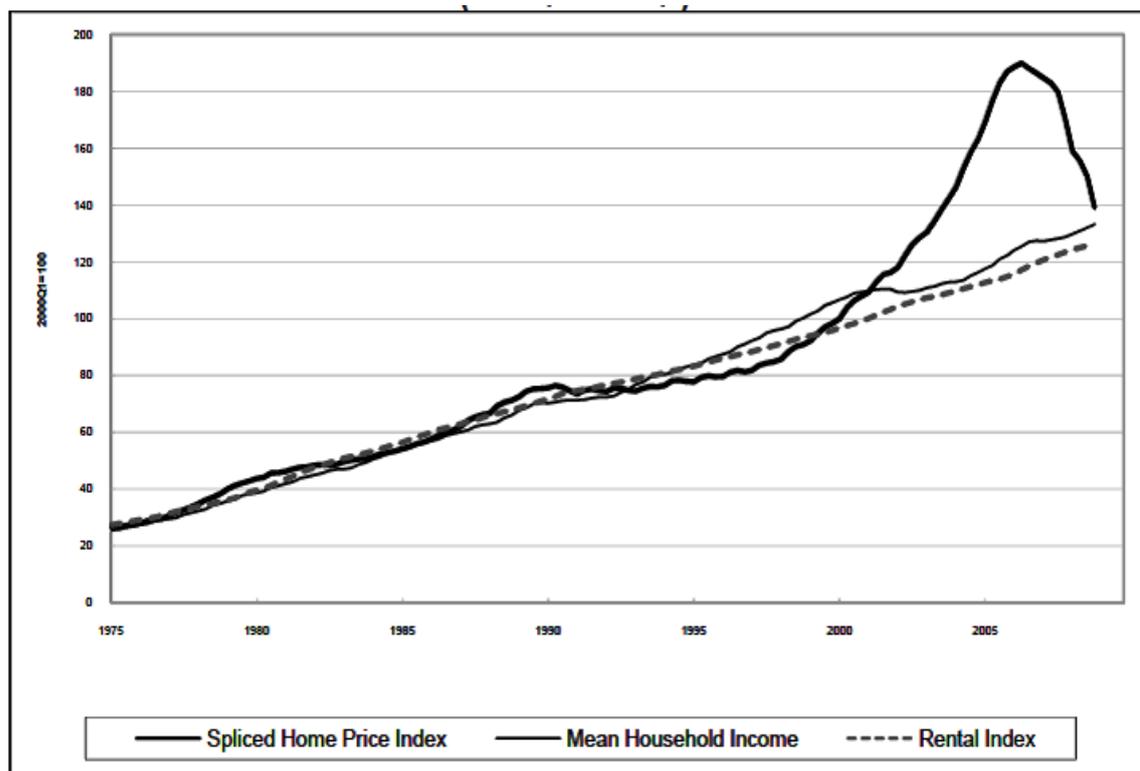
Fonte: Housing Price Data, usado por Karl Case Shiller e Robert em seus trabalhos: “Os preços de casas unifamiliares desde 1970: novos índices de Quatro Cidades (Atlanta, Chicago, Dallas e Oakland)” - *New England Economic Review*, setembro / outubro 1987, pp. 45-56, e “A Eficácia do mercado para casas unifamiliares, *American Review Economic* 1989”.

Observa-se no gráfico a seguir o descolamento histórico entre o crescimento dos preços dos imóveis e da renda familiar, iniciado a partir de 2000-2001 e acentuadamente entre 2005-2007. Claramente, o fator que desencadeou o *boom* imobiliário estava na enorme facilidade de se adquirir e renovar um empréstimo habitacional de longo prazo.

Financiar uma casa pode ser usualmente feito com o aporte de apenas 10% do valor da propriedade, que não deixa de ser uma forte alavancagem financeira.

Geralmente, o valor do pagamento da mensalidade da hipoteca e dos custos com manutenção é aproximadamente o valor do aluguel, com a vantagem do imóvel se tornar próprio quando da quitação da dívida, sendo em muitos casos o melhor negócio da vida.

Gráfico 12: Renda Familiar, Preços Imóveis e Índice de Aluguel EUA (2000=100).



Fonte: Standard and Poor's (2009), Census (2007) e Bureau of Economic Analysis (2009)

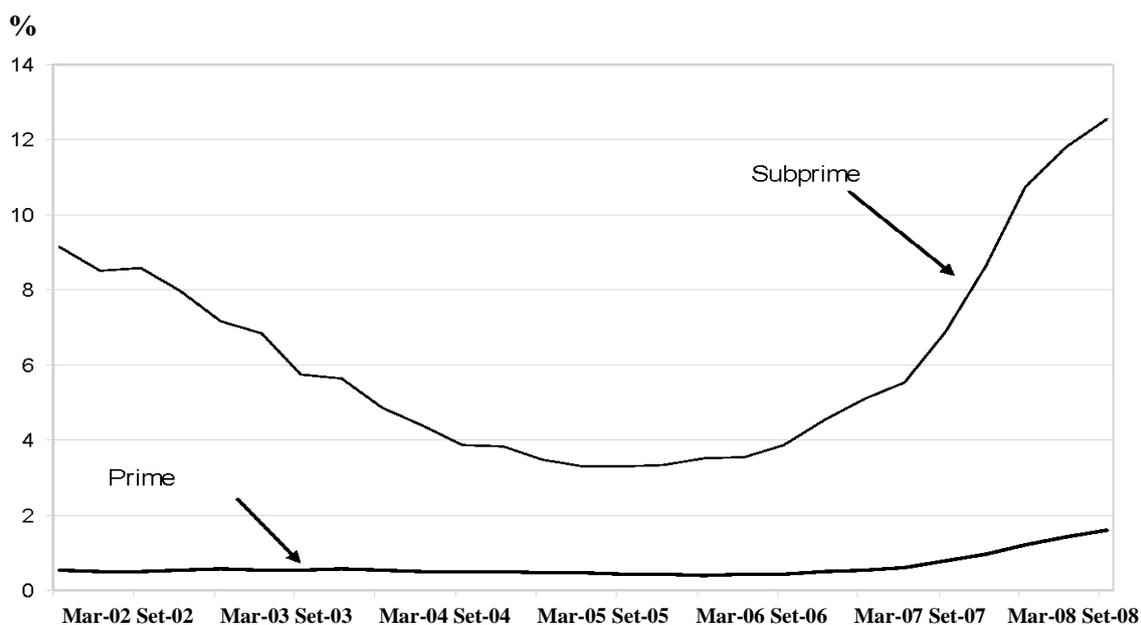
Para visualizarmos o crescimento do mercado imobiliário, imaginemos o seguinte hipotético exemplo de uma residência no valor de US\$ 200 mil: uma família em 2000, utilizando-se das usuais condições de crédito do mercado de financiamento imobiliário americano, adquiriu uma hipoteca de uma residência no valor de US\$ 200 mil, financiando 90% (US\$ 180 mil) em 20 anos com taxas fixas e com uma entrada de 10% (US\$ 20 mil). Após cinco anos, a mesma residência passou a valer US\$ 300 mil (valorizou 50% no período, como de fato em média ocorreu).

Ao vendê-la, a família lucrou US\$ 100 mil (US\$ 300 mil - US\$ 200 mil, sem contabilizar a parte amortizada). Se essa família puder repetir o mesmo esquema de financiamento, poderá agora adquirir (hipotecar) de uma residência de US\$ 1 milhão.

Evidentemente, se for cautelosa, a família verificará se poderá arcar com as novas mensalidades. Porém o sistema de concessão de crédito imobiliário em 2005 já não estava criando grandes obstáculos para os *subprimes*¹⁴² e nem sequer aos *ninjas*¹⁴³.

Pelo gráfico abaixo, fica evidente o crescimento dos empréstimos *subprimes*, principalmente a partir de 2006. O empréstimo prime se mantém praticamente em mesmo patamar, apesar de pequeno aumento após março de 2007.

Gráfico 13: Encerramento do inventário no fim do semestre, 2002-2008 por tipo de empréstimo Prime e Subprime (EUA).



Fonte: Mortgage Banker's Association (2009)

¹⁴² *Subprime* (*subprime loan* ou *subprime mortgage*) é um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juros mais vantajosa (*prime rate*). Um tomador Prime possui um bom perfil de renda, emprego ou trabalho estável e ativo desembaraçado, enquanto o Subprime possui algum problema nas áreas financeiras mencionadas.

¹⁴³ *Ninja* é um crédito concedido a tomadores que não podem comprovar renda, nem emprego e nem a propriedade de ativos (*No Income, No Job, (and) no Assets*). Conceder um crédito ao tomador Ninja possui um altíssimo risco associado.

Obviamente, quanto maior o risco associado ao empréstimo, maior será taxa de remuneração exigida pelo sistema. Assim, "*prime lending*" designa o crédito concedido aos tomadores confiáveis ou *primes* e o "*subprime lending*" refere-se ao crédito dado àqueles tomadores que têm maior risco de inadimplência ou que apresente garantias insuficientes.

O crédito imobiliário tem como garantia por default, o próprio imóvel financiado pelo tomador, que ainda em muitos casos vê-se obrigado a adquirir cartões de crédito, seguros e outros produtos bancários como taxas de juros variáveis.

Mesmo no caso dos "*subprime lending*", a taxa inicial pode ser atraente (*teaser rate*), ou seja, inferior à taxa fixa de um empréstimo normal. Tal fato pode ser explicado, já que os credores, observando o comportamento dos preços dos imóveis desde 1945, perceberam que estes acompanhavam historicamente o crescimento dos índices de preços, sendo, portanto um negócio razoavelmente seguro.

Em caso de inadimplência por parte do tomador, o imóvel era possivelmente retomado com brevidade e revendido com lucro. Logo, se o tomador *subprime* individualmente possui um alto risco associado, coletivamente esse risco era diluído e administrável, pelo menos enquanto os preços dos imóveis continuassem se comportando como nos últimos 60 anos.

Também era custoso para os bancos e financiadoras manterem sistemas complexos de análise de crédito. Era mais fácil, rápido e barato, principalmente em uma economia aquecida, apenas traçar um perfil estatístico do tomador, já que a garantia era sólida, ou seja, a própria residência hipotecada.

O cenário era animador para todos. A imaginação não estava limitada. Criou-se mais um mecanismo de alavancagem, que ficou conhecido como financiamento da diferença ou "*financing gap*".

Imaginemos a família do exemplo anterior, que adquiriu o imóvel por US\$ 200 mil e cinco anos mais tarde o imóvel passou a valer no mercado US\$ 300 mil. Se não quisesse vendê-lo para adquirir um mais caro, poderia simplesmente solicitar um empréstimo de US\$ 100 mil, dando como garantia a mesma casa e então poderia utilizar os recursos tomados para trocar de carro, viajar, reformar a casa, colocar os filhos em escolas melhores, ou seja, ampliando a propensão a consumir.

Entretanto, o aumento na taxa de juros de curto prazo, que saltou de 1% para 5% e posteriormente para próximo de 10%, levou quase três milhões de famílias em 2007 a ficarem inadimplentes.

No entanto, ainda havia um recurso antes que a hipoteca fosse executada, que seria a venda do imóvel. Porém, todos tiveram a ideia praticamente ao mesmo tempo, gerando um excesso de oferta que pressionaria fortemente para baixo os preços das residências.

Como a dívida assumida pelo tomador era maior do que o preço da residência, era racional entregá-la ao agente financiador. As financiadoras recebiam os imóveis, que por sua vez não mais garantiam os títulos emitidos (securitização) para financiá-las.

As financiadoras precisavam fazer caixa e resolveram ir ao mercado acionário para vender suas ações, levando a grandes perdas nas Bolsas pelo mundo e em efeito dominó atingiram as instituições financeiras maiores.

É interessante observar que as Agências de Classificação de Risco, como a *Standard & Poor*, a *Fitch* e a *Moody's*, afirmavam que os títulos financeiros derivados da securitização das dívidas do *subprimes* e outros derivativos, eram classificados com o *rating* AAA, quando estavam podres.

É fato que até os meados de 2007 os mercados financeiros viviam em grande euforia, pois os gastos dos consumidores aumentavam e o mercado de crédito para países com grau de investimento era abundante e o prêmio exigido para investir era dos mais baixos já vistos.

Porém, em junho de 2007, ocorreu o primeiro abalo, quando *Bears Stearns* não conseguiu cobrir as chamadas de margens de dois de seus fundos de sólida aparência de "hedge" hipotecário. Esse quadro foi pintado quando a Agência *Moody's* rebaixou os títulos do *Bears*, que eram lastreados em hipotecas *Subprime*, de grau de investimento para de risco.

Para enfrentar sua situação de caixa, o *Bears* tentou vender títulos, mas foi apenas parcialmente bem-sucedido. Aparentemente, o mercado começava a questionar a qualidade da dívida vinculada ao *Subprime*. Ocorreram inclusive, problemas em Londres, com bancos alemães e suíços, que levantaram aportes de dinheiro novo pelo *Federal Reserve Bank* e pelo Banco Central Europeu.

Descobriu-se que os grandes bancos mantinham centenas de bilhões em empréstimos de longo prazo não contabilizados, chamados de *Structured Investment Vehicle (SIV)*¹⁴⁴, que são tipos de fundos no sistema bancário paralelo (*shadow banking system*) inventado pelo *Citigroup* em 1988, tendo sido muito utilizados até o *crash* do mercado em outubro de 2008, quando aparentemente desapareceram.

A estratégia desses fundos consistia em adquirir recursos financeiros por meio da emissão de títulos de curto prazo a juros baixos e depois emprestar esses recursos por meio da compra de títulos de longo prazo a juros mais elevados, uma arbitragem.

Os *SIVs* são um produto de crédito estruturado, composto de uma série de títulos lastreados em fungíveis (*asset-backed securities*) e em títulos corporativos (*financial*

¹⁴⁴ CHAPLIN, Geoff. **Credit Derivatives: Trading, Investing, and Risk Management**, 2010, p.339.

corporate bonds). O administrador podia trocar de investimentos, sem que investidores usufruíssem necessariamente da adequada transparência.

Os bancos que estavam comprometidos em centenas de bilhões em empréstimos-pontes, voltados para o financiamento de posições alavancadas de *private equity* (investimentos em empresas de capital fechado ou de fora de bolsas), tentaram desfazer os contratos, mas foram obrigados a honrá-los.

O *Federal Reserve Bank (Fed)*, com o seu novo Presidente Ben Bernanke recém-empossado, providenciou dois cortes nas taxas de juros, respectivamente em setembro e outubro de 2007, que produziram o temporário efeito desejado.

Nessa época, começaram a sair os relatórios bancários negativos, que dali por diante passaram a ser um padrão. Em consequência, criou-se um clima de incerteza entre os investidores e alguns *CEOs* foram demitidos, a peso de ouro ¹⁴⁵.

Em dezembro, o *Federal Reserve Bank (Fed)* tentou melhorar a liquidez do sistema por meio da troca de ativos de maior risco incluídos nos portfólios bancários por títulos garantidos pelo tesouro norte-americano. Porém, à medida que as intervenções se sucediam, o efeito tranquilizador também diminuía e o quadro transparecia nas nervosas oscilações do mercado no início de 2008.

A partir de março de 2008, só para citar os casos principais, o Banco *Bears Stearns* tombou e só não foi tecnicamente à falência em razão de uma fusão forçada com o *J.P. Morgan Chase*. Em maio, foi a vez do maior prestador hipotecário, o *Countrywide Financial*, por sua vez acudido pelo *Bank of America*. Em agosto, o conhecido caso da *Fannie*

¹⁴⁵ Uma das maiores queixas dos norte-americanos se volta aos elevados ganhos dos altos executivos do sistema financeiro e bancário norte-americano.

Mae e da *Freddie Mac*, gigantescas prestadoras hipotecárias, socorridas pelo próprio governo.

No dia 15 de setembro, data que se considera como o início efetivo da crise de 2008, o Banco *Lehman Brothers* pediu concordata. Apesar de seus relatórios financeiros serem otimistas, sua real situação era pior do que a do *Bears*. O *Lehman* já vinha pedindo auxílio, dizem no valor de 40 a 42 bilhões de dólares e sem apresentar as devidas garantias.

O Secretário do Tesouro Americano, Henry Paulson, ex-presidente do *Goldman Sachs*, e de ideias arraigadas contra o intervencionismo do Estado na economia de mercado, via contra a sua vontade a fila de solicitantes por ajuda governamental só aumentar. Esses pedidos de auxílios não mais estavam circunstanciados aos bancos comerciais, pois passaram a incluir as seguradoras, fabricantes de automóveis, governos estaduais, entre outros.

Disposto a dar um basta ou estabelecer um limite para aquela situação, recusou-se a auxiliar o Banco *Lehman Brother*. Para muitos, foi um estúpido erro de avaliação, pois se a falência do banco tivesse sido evitada, a crise poderia ter sido contornada.

Dias após a concordata do *Lehman*, chegou a hora da gigantesca Seguradora *AIG*. Também em grandes dificuldades, solicitou ao *Federal Reserve Bank (Fed)* um empréstimo temporário, que naquele instante foi recusado. Porém a *AIG* era garantidora de cerca de US\$ 300 bilhões em *Collateralized Debt Obligation (CDO)* americanas lastreadas em hipotecas que foram adquiridas por bancos europeus.

Se *AIG* falisse, o valor de face dos *CDOs* sofreria enorme desvalorização, o que por sua vez obrigaria os bancos europeus, sem as devidas garantias, a registrar os prejuízos, transmitindo a crise americana para a Europa. Certamente esse cenário devia ser evitado (ou protelado) e a *AIG* recebeu vultosos recursos públicos.

Ainda foi visto naquela semana a fusão do *Merril* com o *Bank of America*. O *Morgan Stanley* e o *Goldman Sachs* pediram ao *Federal Reserve Bank (Fed)* sua associação plena, que na prática significa a troca da relativa liberdade por interferência com ajuda. A Crise das Hipotecas de 2008 havia começado.

III-3.07 - Securitizações de Hipotecas Residenciais “Subprime”

Torna-se necessário esclarecer como se processa a securitização das hipotecas. Esta compreensão pode ser uma chave para a futura regulação financeira. Credita-se que a crise financeira sistêmica e global de 2008 tenha sua origem nos imensos recursos disponibilizados na forma de empréstimos garantidos por hipotecas residenciais (*home equity loans*), em sua maior parte nos Estados Unidos.

Para que possamos visualizar o processo devemos entender seu mecanismo inicial. As entidades de financiamento imobiliário procuram atrair clientes para seus financiamentos de várias maneiras, inclusive por meio de imobiliárias locais e de vendedores independentes.

A remuneração desses agentes de vendas é determinada pelo volume de clientes, ou melhor, pelo montante de hipotecas imobiliárias vendidas. Não é sua preocupação se seus clientes poderão honrar os compromissos de financiamentos assumidos.

Cabe à entidade financiadora a análise de crédito do proponente ao financiamento. Em momentos de expansão da economia, é tentador se diminuir a custosa análise de crédito individualizada por sistemas que analisam perfis preestabelecidos de renda. Além disso, o processo de securitização e o próprio imóvel são a garantia do negócio, minimizando os riscos. Essa era uma convicção corrente.

A securitização em si é o processo de transformação que sofre qualquer empréstimo, inclusive o imobiliário, em um título de dívida negociável. Um título de dívida hipotecária foi gerado por um empréstimo que o tomador recebeu para adquirir um imóvel a prazo e se compromete, em geral, a pagá-lo em prestações mensais. Para o emprestador, a hipoteca representa a garantia do empréstimo que concedeu.

Essa transação securitizada é denominada de *Mortgage-Backed Securities (MBS)*, títulos lastreados em hipoteca, ou também de *Asset-Backed Securities (ABS)*, títulos lastreados em ativos. Como podemos inferir, há diversos ativos financiáveis (automóveis, navios, edifícios, obras de arte e outros) e que podem servir como garantia da própria transação financeira.

Segundo a *Mortgage Bankers Association*, durante 2006, foi securitizado por meio de *MBS* um montante de US\$ 1,9 trilhão. Desse total, US\$ 520 bilhões foram classificados como empréstimos *subprimes*. A situação só ficaria mais vulnerável nos anos posteriores.

III-3.08 - Processo de Securitização de Dívidas

De posse de um número de créditos imobiliários residenciais ¹⁴⁶, uma empresa de financiamento imobiliário, seja banco ou instituição de poupança e empréstimos (*Savings and Loans - S&L*), que gerou os empréstimos, visando alavancar capital, cria uma sociedade fiduciária anônima de responsabilidade limitada ou “*trust*” que passa a ser a proprietária dos direitos legais de receber os pagamentos mensais dos devedores das hipotecas (fluxo financeiro).

Esse *trust* procura vender títulos, que representam seus direitos, no mercado financeiro para diversos investidores. O *trust* detém a propriedade dos direitos legais de receber os pagamentos mensais das hipotecas. Porém ao vender seus direitos de propriedade a terceiros, se obriga a fazer os pagamentos mensais aos investidores.

O *trust* pode ser composto de títulos e de patrimônio líquido da financiadora, chamado de sobrecolateralização (*overcollateralization*). Tudo está adequado enquanto o *trust* receber pagamentos mensais de principal e juros dos devedores de suas hipotecas maiores do que paga aos seus investidores.

Logicamente, quanto maior o peso de *subprimes* na composição do *trust*, maior será o risco associado aos títulos. Para diminuir o risco, os emprestadores de *subprimes* acreditam que é melhor securitizar seus empréstimos.

A securitização ¹⁴⁷, em ulterior análise, é apenas retirar o máximo de recursos próprios do risco e colocar em seu lugar o capital de terceiros. Também permite que os controladores do *trust* acessem o mercado de capitais com custos menores de captação do que teriam que

¹⁴⁶ Não importa se os créditos são *primes* ou *subprimes*.

¹⁴⁷ Que pode ser lastreada em vários tipos de ativos e não apenas em hipotecas, deve-se esclarecer.

pagar se mantivessem os ativos (hipotecas, no caso) em seus balanços e emprestassem dinheiro para financiar os adquirentes dos créditos hipotecários.

Certamente, o menor custo de captação por parte dos financiadores cria condições de repasse de uma menor taxa de remuneração que os adquirentes necessitam arcar. Na prática, antes de as coisas começarem a dar errado, os financiadores alavancavam dinheiro ao custo de 3% ao ano e emprestavam aos *subprimes* a 8% ao ano.

Porém, quando os proprietários atrasam seus pagamentos, um cobrador (*servicer*)¹⁴⁸ entrará em contato com o devedor. Existem diversas maneiras de se contornar o problema, tais como:

- Caso o devedor não consiga em curto prazo sanear o débito, pode recorrer a parcelamento paralelo dos débitos.
- Pode refinarciar o empréstimo com prazos maiores e/ou taxas menores.
- Pode repassar as prestações em atraso para o final do contrato.
- O devedor vende o imóvel quitando a dívida, evitando que a hipoteca seja executada. Será vantajoso se o valor conseguido for superior aos pagamentos feitos e atualizados e ao saldo devedor.
- O devedor deixa que a hipoteca seja executada, principalmente se a dívida for maior que o preço de mercado do imóvel, sendo comum na crise das hipotecas. Nesse caso, o "*servicer*" vende o imóvel e nem sempre poderá recuperar o valor concedido em empréstimo. Além disso, deve-se considerar que a venda do imóvel também incorre

¹⁴⁸ O *servicer* pode ser um agente terceirizado contratado para cobrar ou o serviço pode ser realizado pela própria estrutura da financiadora.

em custos associados de corretagem, anúncios, consertos, do imóvel não gerar fluxo, devolução de valores pagos pelo devedor, etc.

O valor total ou acumulado de perdas de uma carteira (*pool*) de hipotecas *subprimes* dependerá do somatório dos empréstimos de perdas ocorridas em cada empréstimo. Em outras palavras, a proporção de empréstimos inadimplentes em uma carteira é chamada de "frequência de default" e o prejuízo sofrido é conhecido como "severidade da perda" ¹⁴⁹ (*loss given default - LGD*). Logo a **perda total da carteira** é simplesmente o **produto da frequência de default pela severidade da perda**.

Consideremos uma carteira (*pool*) composta de mil empréstimos *subprimes* de US\$ 100 mil cada, no valor total de securitização de US\$ 100 milhões. Se 10% (frequência de default) da carteira vierem a sofrer perdas (US\$ 10 milhões) e a média por empréstimo perdido for de US\$ 30 mil ou 30 % (severidade de default), então a perda total será de 3% da carteira ¹⁵⁰.

Com o objetivo de se reduzir o risco na securitização utiliza-se de formas de proteção ou suporte ao crédito para proteger cada série de títulos ou *tranche* das perdas. Quanto maior o suporte ao crédito associado a uma série de títulos ou *tranches*, maior será a probabilidade dos investidores terem em termos de retorno, do principal e juros contidos nos contratos.

As securitizações hipotecárias se utilizam particularmente de dois tipos básicos de proteção contra as perdas:

¹⁴⁹ Também dita "perda por inadimplência".

¹⁵⁰ US\$100 milhões(total de empréstimos) x 10%(perda da carteira) = US\$10 milhões em empréstimos perdidos. US\$10 milhões empréstimos perdidos (frequência de default) x 30% (severidade de default) = US\$ 3 milhões (perda total da carteira).

US\$ 3 milhões / US\$ 100 milhões = 3 %.

Logo 3% é a perda esperada que a sociedade fiduciária terá que absorver.

- Sobrecolateralização - é valor pelo qual o saldo da hipoteca ultrapassa o saldo dos títulos.
- Subordinação - os títulos da securitização são colocados em ordem reversa de senioridade, ou seja, os títulos mais seguros são colocados em primeiro lugar e assim sucessivamente. Quanto menor a probabilidade de recebimento, maior será sua posição na ordenação.
- Os títulos de uma securitização podem experimentar perdas quando uma classe de títulos ou *tranches* são emitidas em uma securitização *Subprime*, utilizando a Sobrecolateralização e a Subordinação como suporte de crédito.

Vejamos o exemplo abaixo:

Securitização Subprime (Balanço Patrimonial Simplificado)

Esquema 1:

Ativos (empréstimos em hipotecas) US\$	Passivos (títulos da dívida) e Patrimônio Líquido US\$
100.000.000	70.000.000 (tranche superior)
	10.000.000 (tranche com probabilidade muito baixa de perdas)
	5.000.000 (tranche com probabilidade baixa de perdas)
	5.000.000 (tranche subordinada com probabilidade alta de perdas)
	10.000.000 (Patrimônio Líquido) (Sobrecolateralização - com probabilidade muito alta de perdas)

A partir do hipotético balanço anterior, imaginemos uma perda no total de US\$ 3 milhões. Essa perda representaria uma redução da Sobrecolateralização (*overcollateralization*) ou do Patrimônio Líquido de US\$ 10 milhões para US\$ 7 milhões, ficando o balanço com a configuração a seguir descrita:

Securitização Subprime (Balanço Patrimonial Simplificado)

Esquema 2:

Ativos (empréstimos em hipotecas) US\$	Passivos (títulos da dívida) e Patrimônio Líquido US\$
97.000.000	70.000.000 (tranche superior)
	10.000.000 (tranche com probabilidade muito baixa de perdas)
	5.000.000 (tranche com probabilidade baixa de perdas)
	5.000.000 (tranche subordinada com probabilidade alta de perdas)
	7.000.000 (Patrimônio Líquido) (Sobrecolateralização – com probabilidade muito alta de perdas)

Apenas quando os prejuízos ultrapassarem os US\$ 10 milhões os saldos das *tranches* começam a ser afetados. No caso de uma perda de US\$ 25 milhões o balanço passaria para o seguinte formato:

Securitização Subprime (Balanço Patrimonial Simplificado)

Esquema 3:

Ativos (empréstimos em hipotecas) US\$	Passivos (títulos da dívida) e Patrimônio Líquido US\$
75.000.000	70.000.000 (tranche superior)
	5.000.000 (tranche com probabilidade muito baixa de perdas)
	Zero (tranche com probabilidade baixa de perdas)
	Zero (tranche subordinada com probabilidade alta de perdas)
	Zero (Patrimônio Líquido) (Sobrecolateralização - com probabilidade muito alta de perdas)

Nesse cenário, os suportes de crédito representados pela Sobrecolateralização e pela Subordinação já não absorveriam as perdas da operação, inclusive a *tranche* inferior estaria escriturada como zero e a imediatamente superior passaria para US\$ 5 milhões.

As perdas só são alocadas em uma determinada *tranche* após todas as *tranches* que lhe são inferiores terem sido zeradas ou escrituradas como zero. Complicando um pouco e mantendo fixa a severidade de default em 30%, observaremos a frequência de default para zerar cada *tranche*.

Securitização Subprime (Balança Patrimonial Simplificado)

Esquema 4:

Frequência default	Severidade da perda	Perda total US\$ milhões	Perda da Carteira (%)
-	-	100	100
100%	30%	30	30
67%	30%	20	20
50%	30%	15	15
33%	30%	10	10

Como sabemos que a Sobrecolateralização é igual a US\$ 10 milhões, para eliminá-la a carteira teria que sofrer uma perda total de 33% de frequência de default. Para eliminar também a subordinação, a perda total teria que ser de US\$ 15 milhões ou 50% de frequência de default e assim sucessivamente. As Empresas de *Rating* classificaram, segundo seus critérios, a probabilidade de cada *tranche* sofrer perdas face à proteção do suporte de crédito disponível em protegê-las.

III-3.09 - O Pânico Financeiro de 2008

“É da natureza de um *boom* especulativo que qualquer coisa pode derrubá-lo”

John Kenneth Galbraith ¹⁵¹

A crise de 2008, iniciada nos Estados Unidos tal como as outras crises sistêmicas, se disseminou com imensa velocidade, em consequência da globalização da economia e do comércio mundial. O canal de transmissão foi sem dúvida a interconexão não regulada das instituições que formam os mercados financeiros de alta alavancagem e especulação em derivativos.

Na busca das origens dos geradores da crise de 2008, pode-se encontrar na revogação ¹⁵², em 1999, da Lei *Glass-Steagall* de 1933 (também chamada de *Banking Act*) que proibia, entre outros, que os bancos comerciais e de investimentos, subscrevessem valores mobiliários de empresas privadas. A legislação, à época, foi aprovada para que os bancos não absorvessem empresas não financeiras, assim evitando que entrassem em atividades arriscadas fora do mercado financeiro.

The Bank Act de 1933 foi a lei que criou o *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* nos Estados Unidos, estabelecendo regulações objetivando dotar o *Federal Reserve Bank (Fed)* de poderes para controlar a especulação, juros e poupança. É mais conhecida como Lei *Glass-Steagall*, em homenagem aos seus legisladores Carter Glass e Henry B. Steagall, e não deve ser confundida com o primeiro *Glass-Steagall Act* de fevereiro de 1932

¹⁵¹ John Kenneth Galbraith (Iona Station, Ontário, 15 de outubro de 1908 - Cambridge, 29 de abril de 2006, aos 97 anos), célebre economista norte-americano de visão keynesiana, professor e escritor.

¹⁵² Revogação final da Lei *Glass-Steagall* aconteceu no Governo Clinton, em 12 de novembro de 1999, pela Lei *Gramm-Leach-Bliley*. A Lei *Glass-Steagall* já havia sido mutilada pelo *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980.

que visava expandir a capacidade do *Federal Reserve Bank (Fed)* de oferecer redescontos, no esforço de conter a deflação dos preços.

Na década de 1990, desenvolveu-se uma classe de derivativos financeiros que dava a sensação de segurança aos bancos contra a inadimplência dos empréstimos. Era o Seguro de Crédito. O Seguro de Crédito se assemelhava ao Seguro Portfólio, que ganhou evidência no *crash* acionário de 1987 e de que já falamos no capítulo III-3.02. O Seguro de Crédito também permitia aos investidores ficarem menos avessos ao risco, podendo assim aumentar seus níveis de empréstimos além do que seria aceitável, caso não houvesse esse instrumento derivativo disponível.

Também poderiam comprar títulos com classificação mais baixa, porém com rentabilidades mais altas. Houve uma proliferação de produtos habilitadores e facilitadores cujo objetivo era disponibilizar crédito residencial para famílias com poucos recursos, algo muito bem visto pelo Governo Bush, que assim poderia dizer que o “sonho americano” era possível para (quase) todos.

Essas facilidades incluíam modalidades de hipotecas com taxas variáveis e prestações decrescentes, empréstimos para financiar a entrada e as despesas do contrato buscando atingir os compradores sem nenhuma poupança prévia, que por outro lado estavam dispostos a arcar com taxas de juros e comissões mais altas que os compradores de primeira linha.

Outra causa está na política monetária que objetivava deter a recessão de 2002, que baixou as taxas de juros globais, estimulando por tempo demasiado a especulação ou o carreamento de excessiva poupança para fora dos Estados Unidos.

As facilidades elevaram os preços dos imóveis. O pico aconteceu em 2006, quando os preços ficaram até 50% acima da sua relação histórica em relação à renda familiar, causado pelos excessos do mercado de hipotecas *subprimes* nos Estados Unidos e na subsequente

transformação desses empréstimos em securitizações no mercado secundário, acarretando o crescimento da bolha imobiliária.

Há quem diga, e não sem razão, que o estouro da bolha dos preços dos ativos americanos não fornece uma explicação total para a crise de 2008, pois o tamanho do mercado de crédito das hipotecas *subprimes* era relativamente pequeno para causar a catástrofe para o sistema econômico como um todo.

Porém, também é fato que o colapso do mercado de hipotecas *subprimes* iniciou um colapso em cascata em outros mercados de ativos securitizados e uma forte crise de confiança entre as instituições financeiras.

A bolha imobiliária americana estourou nos meados de 2006, começando um período de contração com o declínio dos preços das casas e os muitos mutuários sendo capazes de refinarciar seus empréstimos, aumentando taxas de inadimplência fortemente. Nesse contexto, os problemas dos mercados hipotecários e dos títulos lastreados em hipotecas caíram por mais de dois anos.

Entretanto, a situação explodiu na forma de pânico financeiro apenas em setembro de 2008 e se podem apontar três principais eventos como gatilhos que levaram a esse cenário, em ordem cronológica:

- 1- A aquisição da *Fannie Mae* e da *Freddie Mac* em 08 de setembro.
- 2- A falência do *Lehman Brothers* em 15 de setembro.
- 3- A ajuda do *Federal Reserve Bank (Fed)* à *AIG*, em 16 de setembro.

Nos três casos anteriormente citados, as empresas envolvidas não foram capazes de refinanciar suas dívidas devido ao forte sentimento de incerteza entre seus investidores institucionais.

Em se tratando das empresas hipotecárias, o problema básico está ligado ao afastamento dessas empresas da sua primordial função de apoiar a securitização de hipotecas de alta qualidade e passarem a se engajar em compras por própria conta e em grande escala de hipotecas *subprimes* de alto risco e de alta rentabilidade, que não cumpriam as próprias normas de subscrição. Elas não possuíam capital para exercer esse risco e quando o Governo não deu garantias, os investidores privados retiraram-se para evitar perdas em seus patrimônios.

Quanto ao *Lehman*, por ser um banco de investimentos, ao contrário dos bancos comerciais, o passivo de curto prazo não estavam segurados. Assim quando se espalharam os boatos sobre suas perdas de passivos de longo prazo, especialmente hipotecas, não havia como se sustentar sem o apoio do governo. Como esse não foi dado, havia uma necessidade de refinanciamento que chegava, estima-se, em até US\$ 100 bilhões.

O *Lehman* era um importante participante no mercado de títulos lastreados em hipotecas (*MBS*) e de *CDOs* e sua quebra se tornou uma incerteza para as instituições que os seguravam ou os detinham em suas carteiras. A crise de desconfiança era consumada nas fusões ou nas conversões em sociedades gestoras de participações sob a supervisão do *Federal Reserve Bank (Fed)* e também levou a corrida aos fundos mútuos e uma queda nos mercados de papéis comerciais (*commercial papers*).

A *AIG* tinha-se tornado a maior provedora de crédito *swap* (*Credit Default Swap - CDS*)¹⁵³, que servia como contratos de seguros contra a inadimplência de uma ampla gama de instrumentos financeiros.

Os compradores de *CDS* fazem pagamentos periódicos em retorno de garantia ou de recompensa no caso de algum descumprimento do instrumento financeiro segurado. Apesar da emissão do *CDS* ser regulamentada, o comprador na prática não precisa ter um instrumento financeiro segurado.

À semelhança de qualquer outro derivativo, o *CDS* pode tanto servir para cobertura de risco ou para revenda realizável em mercado secundário ou de balcão. O mercado secundário cresceu de maneira explosiva, passando de algo como em 2001 de US\$ 1 trilhão para em meados de 2007, para a estratosférica cifra de US\$ 45 trilhões¹⁵⁴, potencialmente o risco mais catastrófico de todos.

A *AIG* vendia seus *CDS's* com *rating AAA*, porém com emissores de dívidas de qualidade inferior. Quando a qualidade dos emitentes ficou conhecida, a *AIG* começou a enfrentar pressões para aumentar as garantias sobre seus seguros, levando a perdas e obrigando-a a vender ativos a preços baixos.

A crise de confiança foi precipitada pela falta de aquisição majoritária dessas problemáticas instituições por parte da Administração Bush. Que objetivando enfrentar a crise optou por requerer ao Congresso aprovação de um fundo de US\$ 700 bilhões em 19 de setembro, já em plena campanha eleitoral.

¹⁵³ BOMFIM, Antulio. **Derivativos de Crédito e Outros Instrumentos**, 2007, p. 75.

¹⁵⁴ MORRIS, Charles R. **A Crise de 2008: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito**, 2008, p.177.

Em 2004, Bernanke produziu um artigo ¹⁵⁵ em que afirmava que havia um momento quando as ferramentas de política usuais de manipulação da taxa de juros pela Autoridade Monetária deixam de ter efeito sobre a economia real. Por exemplo, se os mercados estiverem preocupados com a inflação, aumentar a liquidez pode até aumentar as taxas de juros de prazo mais longo, acontecendo o oposto do que se espera.

Também alegava que se o *Federal Reserve Bank (Fed)* se dispusesse a comprar um montante ilimitado de um determinado ativo a um preço fixo, seria quase certo que isso estabeleceria o preço desse ativo.

Nessa condição, Bernanke sugere que o *Federal Reserve Bank (Fed)* poderia - “mudar a composição de seu balanço”. A estratégia iniciada em 2007 foi trocar a compra dos títulos do tesouro por ativos ilíquidos que sobrecarregavam os balanços dos bancos, tentando estabelecer um preço fixo para os *CDOs* e outros papéis em constante e rápida desvalorização.

A consequência repercutiu no balanço do *Federal Reserve Bank (Fed)*, que apresentava em outubro de 2007 um total de ativos da ordem de US\$ 890 bilhões, sendo US\$ 780 bilhões em títulos do tesouro. Passou em outubro de 2008 para US\$ 1,6 trilhão, sendo a expansão de US\$ 700 bilhões.

O fundo foi denominado “*Troubled Asset Relief Program*” (*TARP*) ¹⁵⁶. Apesar de inicialmente rejeitado em 29 de setembro, foi posteriormente aprovado em 03 de outubro de 2008.

Bernanke, ao iniciar o programa teve o cuidado de não emitir dinheiro, pois trocou por títulos do tesouro ¹⁵⁷ os títulos que recebeu dos bancos. Porém ao substituir *CDOs* ilíquidas

¹⁵⁵ BERNANKE, B. et al. **Monetary Policy at the Zero Bound: an empirical assessment**. Washington, D.C.: Federal Reserve Bank Board, 2004.

¹⁵⁶ O Secretário do Tesouro, Henry Paulson, propôs um plano onde o Tesouro americano iria adquirir até US \$ 700 bilhões em créditos hipotecários e outros ativos mobiliários.

por títulos do tesouro negociáveis, estaria indiretamente aumentando a velocidade da moeda e a aquisição de US\$ 145 bilhões em *Commercial Papers* teria criado moeda, o que não impediu o travamento do interbancário.

Embora as dificuldades dos bancos comerciais ocupassem a maior parte da atenção do público, a verdade é que eles representam apenas uma parcela dos fluxos de créditos. Nos anos anteriores à crise, 70% a 80% dos empréstimos a mutuários foram realizados por instituições não financeiras, que compõem o que passou a ser conhecido como “Sistema Bancário Sombra” (*Shadow Banking System*).

Após deduzir a emissão dos títulos baseados em ativos (*Asset-Backed Securities – ABS*), a parte dos bancos comerciais teve uma redução da dívida em 40% na média entre 2000-2006 e o mercado de crédito direto cresceu em importância. Os fluxos levantados por meio de *ABS*, que representavam 25% do fluxo de crédito no período de 2000-2006, tornaram-se negativos em 2007, contraindo-se em US\$ 400 bilhões em 2008. Assim o congelamento do fluxo de crédito no final de 2008 estendeu-se além do setor bancário.

Mesmo antes do colapso do *Bears Steams*, em março de 2008, o *Federal Reserve Bank (Fed)* começou a expandir suas operações não tradicionais, cabendo destacar ¹⁵⁸:

1- *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)* – que financia a compra de *commercial papers* diretamente de emissores elegíveis.

2- *Term Auction Facility (TAF)* – que permite aos bancos e outras instituições financeiras garantia de penhor em troca de um empréstimo.

¹⁵⁷ O tesouro realizou uma emissão especial de US\$ 400 bilhões.

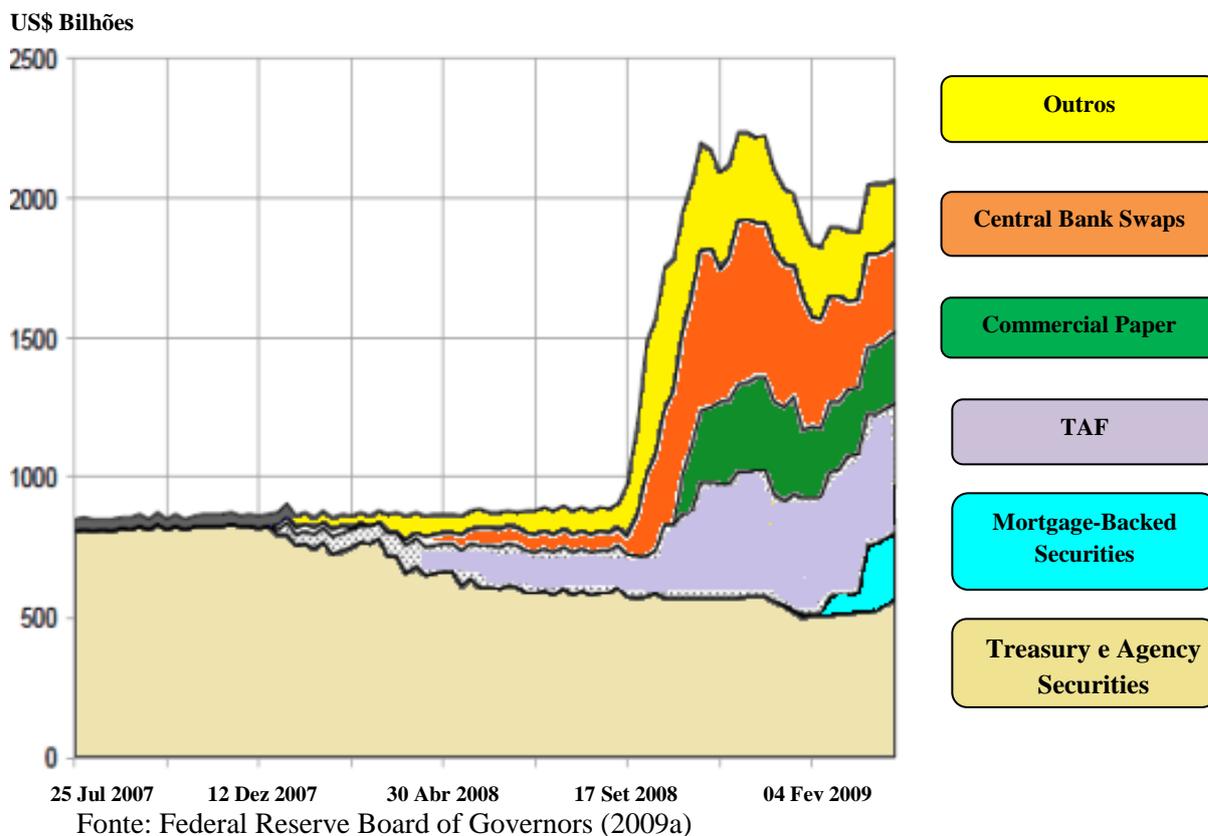
¹⁵⁸ BOSWORTH, B., and FLAAEN, A. **America’s Financial Crisis: The End of an Era**. ADBI Working Paper 142. Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2009.

3- *Term Asset-Backed Securities Loans Facility (TALF)* - compra direta de títulos lastreados em hipotecas emitidos pelas três empresas patrocinadas pelo governo. Em 2010, o *Federal Reserve Bank (Fed)* tornou-se ativo na recuperação dos mercados de securitização por meio do TALF.

A soma dessas ações tem provocado o crescimento dos gastos do *Federal Reserve Bank (Fed)*, que passou de US\$ 900 bilhões em agosto de 2008 para mais de US\$ 2 trilhões em março de 2009, sendo estimado que ultrapasse os US\$ 4 trilhões, após todas as medidas prometidas serem implementadas.

O *Federal Reserve Bank (Fed)* procura garantir as novas dívidas dos bancos comerciais como meio de restaurar a liquidez do sistema, substituindo os agentes financeiros intermediários privados que estão retraídos ou não estão ativos no mercado interbancário. Também tem agido não focado especificamente no aumento da oferta de dinheiro, mas sim na intervenção nos mercados de crédito, influenciando a estrutura de vencimentos e de prêmios de risco sobre a taxa de juros para diversas formas de crédito privado.

Gráfico 14: Balanço do *Federal Reserve Bank* (julho 2007 – março 2009).¹⁵⁹



Havia incertezas nos mercados de títulos, a começar por dois fundos de hedge do *Bear Stearns* cujas carteiras eram compostas por títulos lastreados em hipotecas e fortemente alavancados¹⁶⁰ em *CDOs* de alta classificação, próximos dos 100 pontos que recuaram para 95.

Assim que o *Bear* anunciou que estava com dificuldades para cobrir as chamadas de margem, as instituições que intermediavam os empréstimos passaram a vender os títulos do *Bear Stearns* para atender os chamados de recomposição de margens.

¹⁵⁹ Outros é composto por “outros ativos”: redescontos para dealers e corretoras, facilidades de liquidez para fundos mútuos, facilidades de créditos para a AIG, participação acionária no Baears-Stearns e na AIG, etc.

¹⁶⁰ Na proporção de 17 por 1. No auge, o *Lehman Brothers* estava com 40 por 1. Na era do seu milagre econômico japonês, seus bancos mantinha uma alavancagem entre 7 por 1 e 10 por 1, que já era considerada bastante alta.

O problema do *Bear Stearm* era a ponta do iceberg dos problemas ocultos nos mercados de securitização de hipotecas. Em pouco tempo, a instabilidade começou a se espalhar pelas Finanças Mundiais levando as instituições financeiras de primeira linha a admitirem grandes perdas, tais como o *Lehman Brothers*, *Nomura*, *Royal Bank of Scotland*, *BNP Paribas*, *Royal Bank of Scotland*, *Credit Suisse*, *Deutsche Bank*, entre outros.

Em 2007, os bancos também estavam dedicados a uma competição sobre o mercado de aquisição de empresas através de fundos conhecidos como “*private equity*”. Esses fundos visavam financiar empresas e investidores para adquirirem outras empresas.

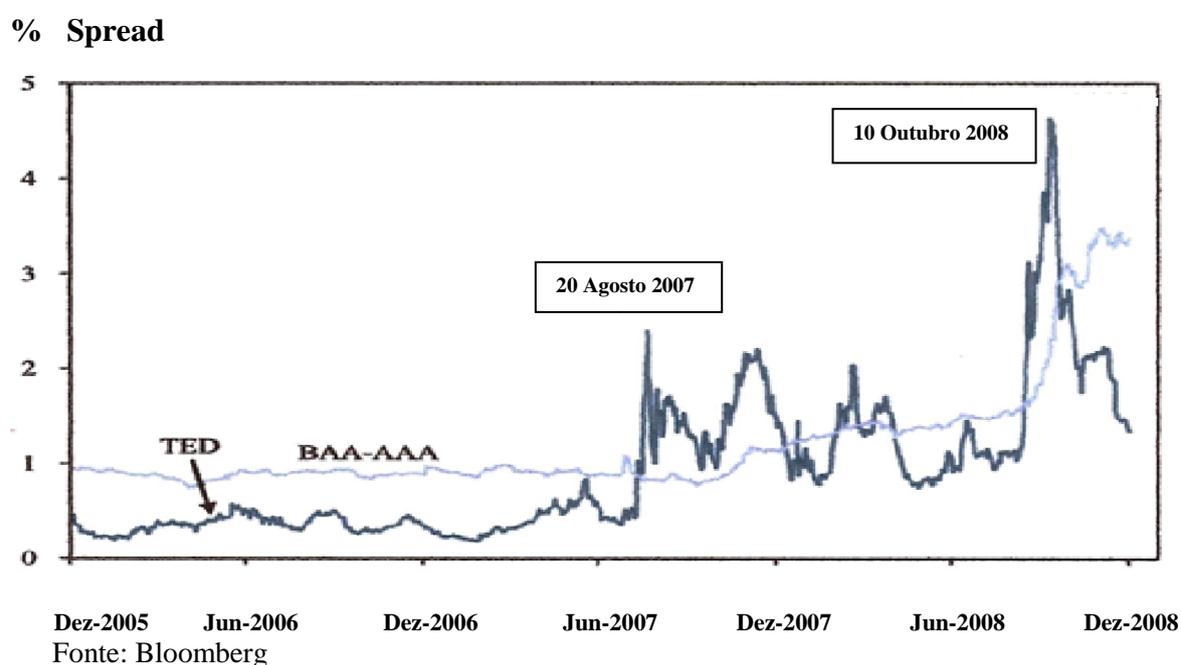
Os recursos para a composição desses fundos eram gerados por meio de *Collateralized Debt Obligation (CDO)* e *Collateralized Loan Obligation (CLO)* e vendidos nos mercados de títulos. Entretanto, quando as notícias dos problemas dos financiamentos *subprimes* surgiram, os financiamentos do “*private equity*” também pararam.

Porém, o pior aconteceu com os *Commercial Papers*, que são basicamente uma nota promissória destinada a empréstimos interbancários e entre empresas no curtíssimo prazo, cuja taxa de remuneração é pouquíssimo maior do que as obtidas com os títulos federais. Eles tiveram uma majoração de 20% de setembro de 2007 ou de 5% para 6%. Ou seja, o interbancário começou a ficar, na linguagem do mercado, “travado”.

Os *Commercial Papers* ou *Assets-Backed Commercial Papers* são notas promissórias padrão para empréstimos interbancários, em geral realizados entre bancos de primeira linha e entre as companhias. São emitidos no curto prazo de três meses (T Bills) ou 91 dias, e negociados com uma pequeníssima margem acima da taxa overnight dos fundos federais norte-americanos (*U.S. Treasury Security*) ou da *London Interbank Offered Rate (Libor)*.

Por certo, a taxa interbancária tende a se elevar muito em períodos de alta incerteza, em razão do *moral hazard*¹⁶¹, quando os bancos preferem ficar líquidos. Pelos gráficos 15, 16 e 17, constata-se que foi essa a situação enfrentada em setembro e outubro de 2008.

Gráfico 15: Spread TED e Spread Moody (de classificação BAA-AAA) (a partir de dez. 2005 a dez. 2008)¹⁶².



¹⁶¹ O *moral hazard*, em português risco moral, é um conceito presente em qualquer acordo entre duas (ou mais) partes, que corresponde à alteração do comportamento por uma (ou mais) das partes, de forma contrária ao que seria de esperar no acordo conseguido e no sentido de obter uma vantagem/benefício. Também pode advir do fato que um agente não conhece a real condição do outro agente econômico e em consequência age de forma cautelosa, particularmente em momentos de instabilidade nos mercados financeiros.

¹⁶² O spread TED é definido como da London Interbank Offered Rate (LIBOR) menos o rendimento de três meses do U.S. Treasury Security. O spread Moody's BAA-AAA é a diferença entre os rendimentos dos indexes AAA e BAA dos títulos corporativos.

Gráfico 16: Spread TED e Spread Moody (de classificação BAA-AAA) (a partir de dez. 2005 a dez. 2009).

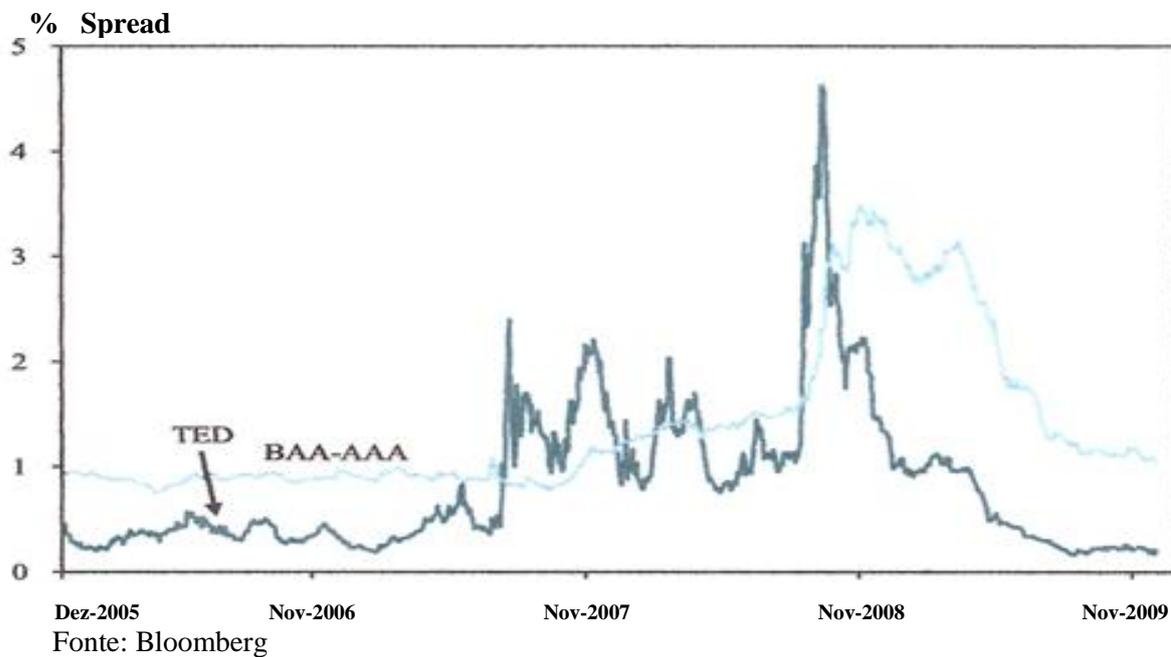
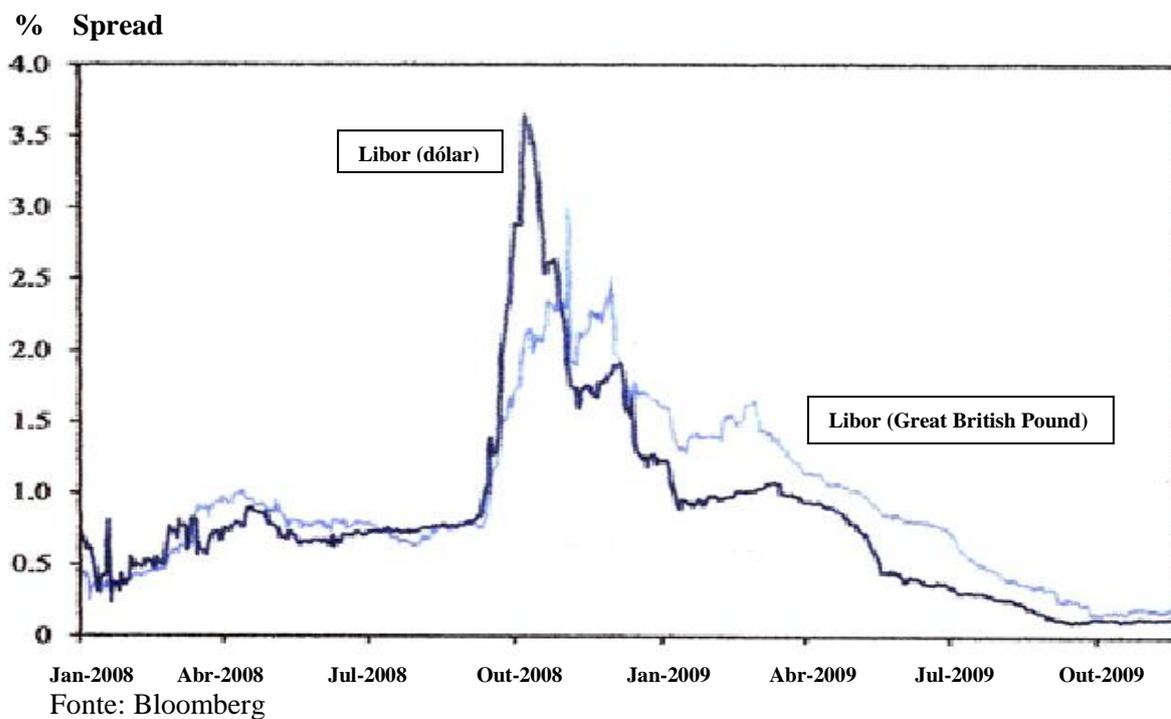


Gráfico 17: Taxas do Mercado Interbancário Libor (jan. 2008 a out. 2009).



Não podemos esquecer que além dos mercados já citados de *CDOs* e *CLOs* que geravam recursos para os fundos *de private equity*, havia os conhecidos Veículos de Crédito Estruturado (*Structured Investment Vehicles – SIVs*). Os *SIVs* geralmente são títulos emitidos por Sociedades de Responsabilidade Limitada, localizadas nas Ilhas Cayman, um paraíso fiscal, que recebem pacotes de empréstimos bancários e de outros títulos. Sua importância decorre da possibilidade de os bancos, ao utilizá-los, poderem retirar ativos securitizados, tais como hipotecas e outros ativos securitizados de seus balanços.

Para obterem lucros superiores, os bancos não financiam seus *SIVs* com títulos de longo prazo e sim no curto prazo (até três meses), podendo rolá-los através dos *Commercial Papers*. Acredita-se que 1/3 dos *Commercial Papers* são na prática *SIVs*, cujo volume estimado em setembro de 2007 era de US\$ 1,2 trilhão, rolados sistematicamente nos mercados financeiros de todo o mundo.

No final de novembro de 2007, os saldos dos *Commercial Papers* haviam caído para US\$ 900 bilhões em razão da recusa do mercado financeiro em refinanciar (rolar) os *SIVs*, obrigando os bancos a concederem US\$ 300 bilhões em financiamentos de risco. O resultado foi que os *SIVs* tiveram grandes perdas durante a crise de 2008.

A alavancagem financeira em completo descontrole e sem prestação de contas confiável começou a mostrar claros sinais de desmontagem em outubro de 2007, quando grandes bancos como o *Citi* e o *Merrill* ¹⁶³ anunciaram perdas de US\$ 20 bilhões, derivados principalmente de *CDOs* lastreados em hipotecas *subprimes*. Em novembro de 2007, as perdas passaram para US\$ 45 bilhões (*Citi* = US\$ 11 bilhões e o *Merrill* = US\$ 20 bilhões), não mais parando a desmontagem financeira.

¹⁶³ O bordão em uso no mercado financeiro diz que essas instituições bancárias são “Grandes demais para falir” (*Too Big to Fail*), o que nem sempre é verdade. SORKIN, Andrew Ross. **Too Big To Fail**, 2010.

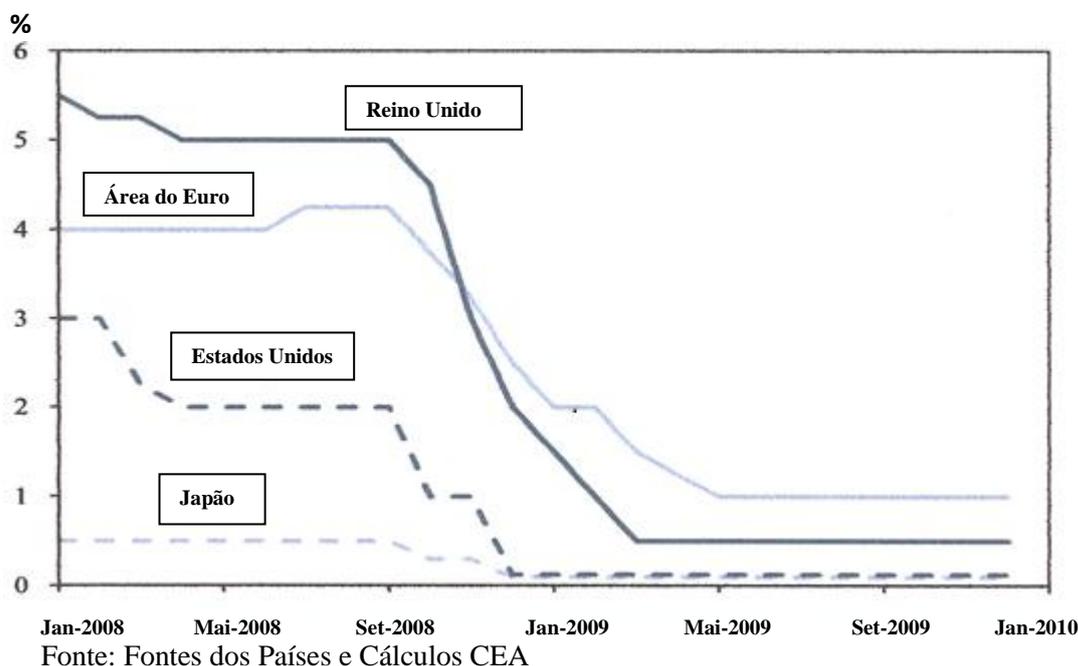
Cabe ressaltar que, no final de 2007, a taxa básica de juros americana situava-se em 4,25% a.a., e com a queda acentuada do dólar em relação ao euro e o forte crescimento do preço do petróleo, Bernanke tinha aparentemente pouco espaço para reduzi-la. Porém, com o crescimento da incerteza a consequência foi uma grande contração do sistema de crédito financeiro, inclusive interbancário.

Para enfrentá-la o *Federal Reserve Bank (Fed)* reduziu as taxas de juros federais para os baixíssimos níveis entre 0% e 0,25%, e também criou um gama de empréstimos com a intenção de irrigar as bases do sistema financeiro, bem como a utilização ainda em 2008 da metade dos recursos advindos do *TARP*, passando a participar diretamente nos mercados de títulos privados.

Os governos europeus como podemos observar no gráfico 18, além de baixarem fortemente suas taxas primárias de juros, seguiram os passos do Primeiro Ministro Inglês, Gordon Brown, e intervieram e injetaram volumosos recursos em seus respectivos sistemas financeiros.

Já em novembro de 2008, seria difícil encontrar um grande banco europeu que não tivesse recebido aportes de dinheiro, ajuda pública ou até sido estatizado. Ou seja, a transmissão da crise iniciada nos mercados norte-americanos foi imediata.

Gráfico 18: Taxas básicas praticadas pelos maiores Bancos Centrais.



Nesse ínterim, os mercados de ações funcionavam aceleradamente, pelo menos até junho de 2008. Porém, entre 19 de setembro e 9 de outubro, o mercado acionário despencou em completo pânico, aproximadamente 28%.

O mercado acionário voltou a cair fortemente no início de 2009, quando ainda no início da Administração Obama não havia um plano decisivo e acabado para enfrentar a questão financeira.

Nos gráficos 19, 20, 21 e 22, podemos construir uma ideia sobre o comportamento do mercado acionário norte-americano através do índice *Dow Jones Industrial Average - DJIA* (ver Anexo I), que aponta para sua relativa e rápida recuperação, principalmente se considerarmos o momento de crise.

O primeiro Gráfico mostra o desempenho do *DJIA* nos 10 anos. Fica bastante clara a formação da bolha especulativa, em contínuo crescimento desde 2003 até aproximadamente

setembro de 2007, quando atinge o patamar de praticamente 14.000 pontos, passando a cair, principalmente a partir de setembro de 2008, em queda livre até o início de 2009, atingindo a faixa dos 7.000 pontos, quando recomeça sua recuperação chegando a retornar ao patamar de 11.000 pontos em 2010.

Gráfico 19: Índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) (10 anos).



Fonte: Dow Jones Indexes

Gráfico 20: Índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) (5 anos).



Fonte: Dow Jones Indexes

Gráfico 21: Índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) (3 anos).



Fonte: Dow Jones Indexes

Gráfico 22: Índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) (1 ano).



Fonte: Dow Jones Indexes

Por oportuno, devemos tecer algumas considerações sobre a comum utilização de índices para comparar as crises de 1873, 1929 e 2008. Devemos ter em mente que apesar das semelhanças que as quedas das bolsas em termos de percentuais possam apresentar em seus dados históricos, as sociedades e as instituições que as presenciaram são completamente diferentes, portanto os efeitos produzidos pelos *crashes* repercutem de maneira própria em

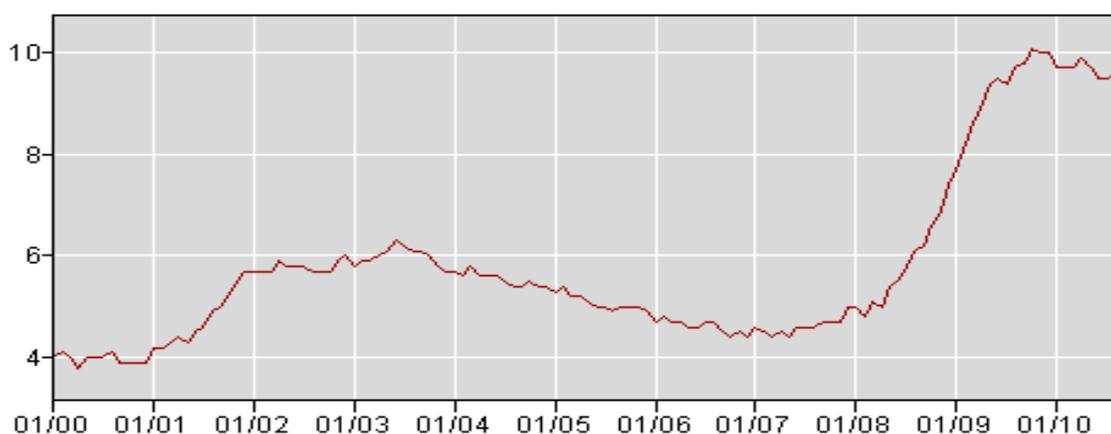
cada época. Por outro lado, a noção da necessidade de regulação financeira e bancária são diferentes em cada período histórico.

O caso exemplar é o do trabalhador que tenha ficado desempregado em 1929, sem contar, praticamente, com nenhuma proteção social (talvez uma sopa rala servida pelo Exército da Salvação). Por contraste, um trabalhador francês ou sueco, na atualidade, manterá um padrão de sobrevivência adequado pelo menos por certo período. Ambos, certamente, não contribuíram para gerar as bolhas especulativas das crises sistêmicas.

Em dezembro de 2009, a taxa de desemprego norte-americana atingiu 10%. Um índice de tal envergadura só foi superado apenas uma única vez (em 1983), desde a Grande Depressão.

Gráfico 23 a 25: Taxa de desemprego nos Estados Unidos (mensal).

Pesquisa da População (Jan. 2000 a Jan. 2010)



Fonte: Labor Force Statistics from the Current Population Survey (Jan. 2000 a Jan. 2010)

Serie (Series Id): LNS14000000 sazonalmente ajustado
Series (title): Taxa de desemprego - (Seas) Unemployment Rate
Status da força de trabalho: Taxa de desemprego
Tipo de dado: Percentual ou taxa
Idade da força de trabalho: 16 anos ou mais

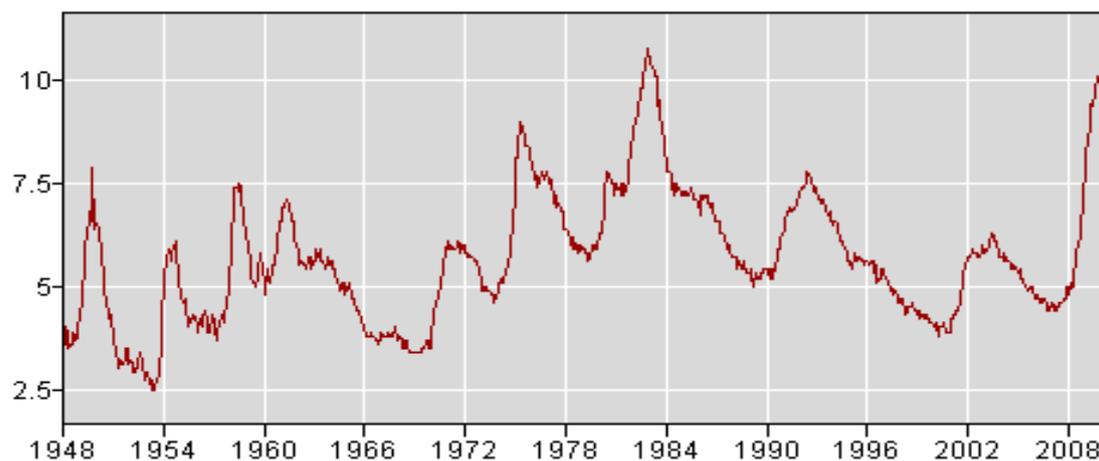
Pesquisa da População (Jan. 2008 a Jul. 2010)



Fonte: Labor Force Statistics from the Current Population Survey (Jan. 2008 a Jul. 2010)

Serie (Series Id): LNS14000000 sazonalmente ajustado
Series (title): Taxa de desemprego - (Seas) Unemployment Rate
Status da força de trabalho: Taxa de desemprego
Tipo de dado: Percentual ou taxa
Idade da força de trabalho: 16 anos ou mais

Pesquisa da População (1948 a 2009)



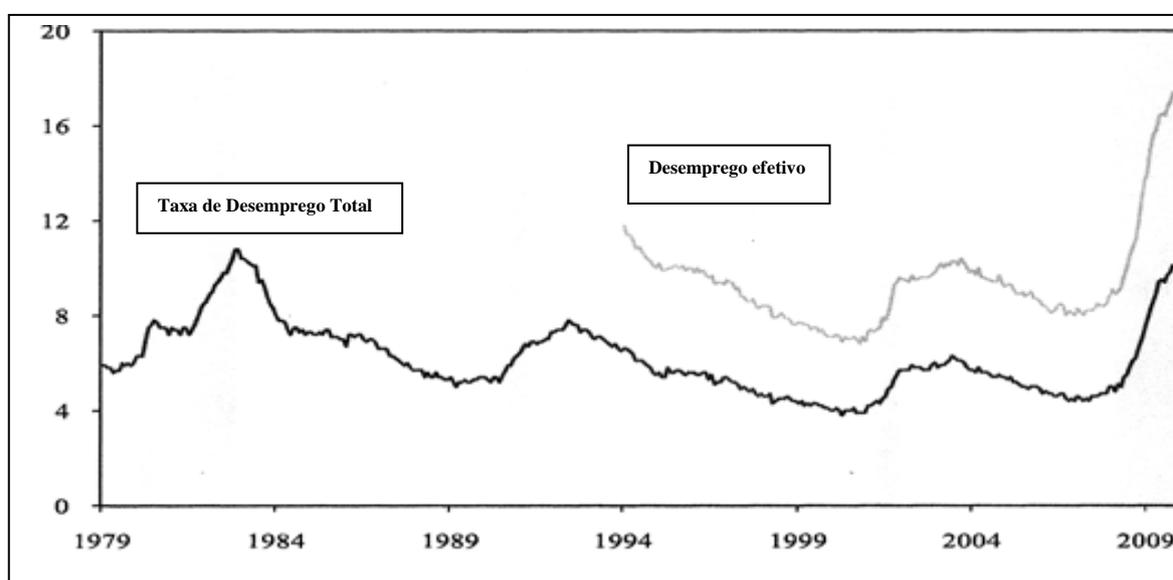
Fonte: Labor Force Statistics from the Current Population Survey (1948 a 2009)

Serie (Series Id): LNS14000000 sazonalmente ajustado
Series (title): Taxa de desemprego - (Seas) Unemployment Rate
Status da força de trabalho: Taxa de desemprego
Tipo de dado: Percentual ou taxa
Idade da força de trabalho: 16 anos ou mais

O índice não acusa a extensão da catástrofe, pois não computa os trabalhadores que desistiram de procurar emprego e aqueles que tiveram que trocar seus empregos de tempo integral (*full time*) por atividades subutilizadoras (*part time*).

Gráfico 26: Taxa de Desemprego e Desemprego Efetivo nos Estados Unidos.

Porcento, ajustado sazonalmente



Fonte: Department of Labor (Bureau of Labor Statistics), Employment Situation – Table A-12, Serie U-3 e U-6

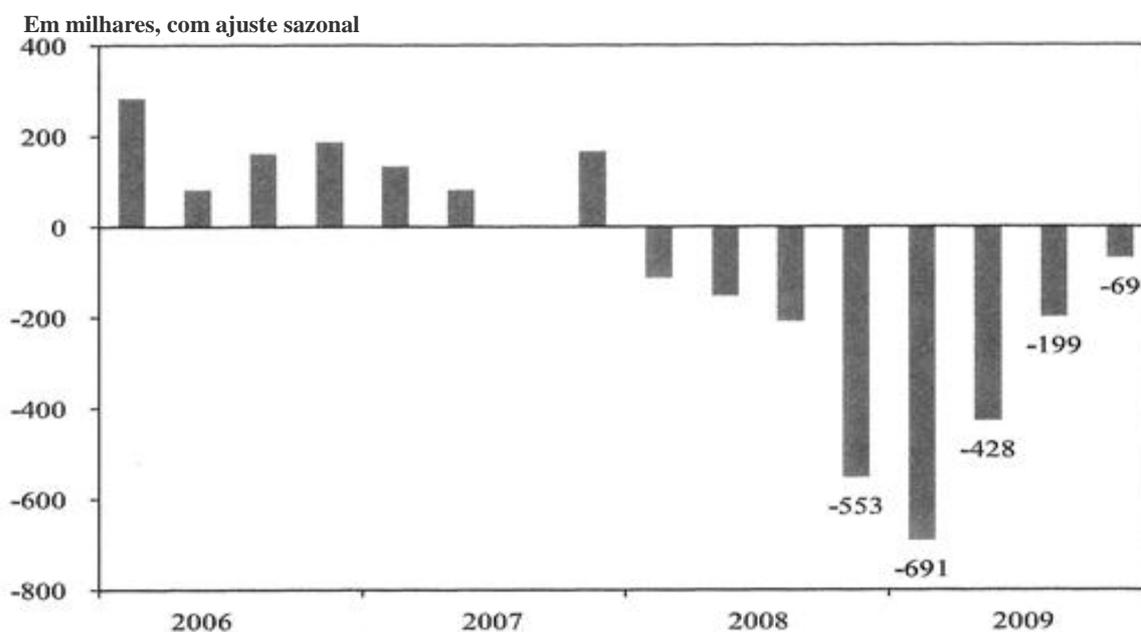
A linha cinza sombreada indica recessão. A taxa de desemprego total representa a parcela da força de trabalho que está desempregada (aqueles que procuram trabalho ativamente). A taxa de desemprego efetivo adiciona aqueles trabalhadores que procuraram trabalho recentemente (porém não estão procurando ativamente), bem como os trabalhadores empregados em tempo parcial (*part-time*).

Observando o gráfico 26, a curva superior tenta mostrar a situação com menor distorção do que a curva derivada da metodologia da busca por trabalho no momento da pesquisa. A

situação encontrada é que apenas 6 adultos em cada 10 estavam empregados em dezembro de 2009, a pior relação desde a Grande Depressão (*employment-to-population ratio*). O tempo médio de desemprego médio estava em 27 semanas ou mais, sendo o maior tempo desde 1948, quando a série foi iniciada.

As medidas indicam que um em cada seis trabalhadores estava desempregado ou subempregado em dezembro de 2009. Se retornarmos a dezembro de 2007, a economia americana entrava no que inicialmente se acreditava ser uma recessão suave, porém a situação começou a piorar e nos primeiros oito meses de 2008 havia uma perda média de 137 mil empregos/mês.

Gráfico 27: Mudanças Médias Mensais no Emprego EUA (2006 – 2009).



Fonte: Department of Labor (Bureau of Labor Statistics), Current Employment Statistics - survey Series CES0000000001

Em setembro de 2008, com o colapso financeiro, a recessão foi substancialmente agravada e ao longo dos últimos quatro meses de 2008 e no primeiro mês de 2009 a economia

perdeu uma média de 544.000 empregos/mês. Média comparável ao período de desmobilização do fim da Segunda Guerra Mundial.

De 1947 até 2010, os Estados Unidos apresentam um crescimento médio do PIB real trimestral anualizado, de 3,31%, atingindo um máximo histórico de 17,20 % em março de 1950 e um recorde de baixa de -10,40% em março de 1958. A partir do terceiro trimestre de 2006 até o segundo trimestre de 2007, o crescimento do PIB real começa a se situar abaixo da sua média histórica. Com a crise iniciada em setembro de 2008, o índice apresenta resultados negativos durante quatro trimestres consecutivos (setembro/2008 a junho/2009), mostrando o estado recessivo da economia.

Gráfico 28: PIB trimestral real anualizado dos EUA.

Crescimento do PIB anual ajustado pela inflação (%)



Fonte: Bureau of Economic Analysis

Ano	Mar	Junho	Setembro	Dezembro
2010	3.70	1.70		
2009	-4.90	-0.70	1.60	5.00
2008	-0.70	0.60	-4.00	-6.80

A partir de setembro de 2009, o PIB apresenta uma recuperação consistente, mostrando que as políticas públicas adotadas começam a trazer efeitos positivos para a economia, apesar de seus efeitos ainda não terem se refletido na efetiva recuperação do emprego, por sinal historicamente um dos primeiros índices afetados e um dos últimos a se recuperar.

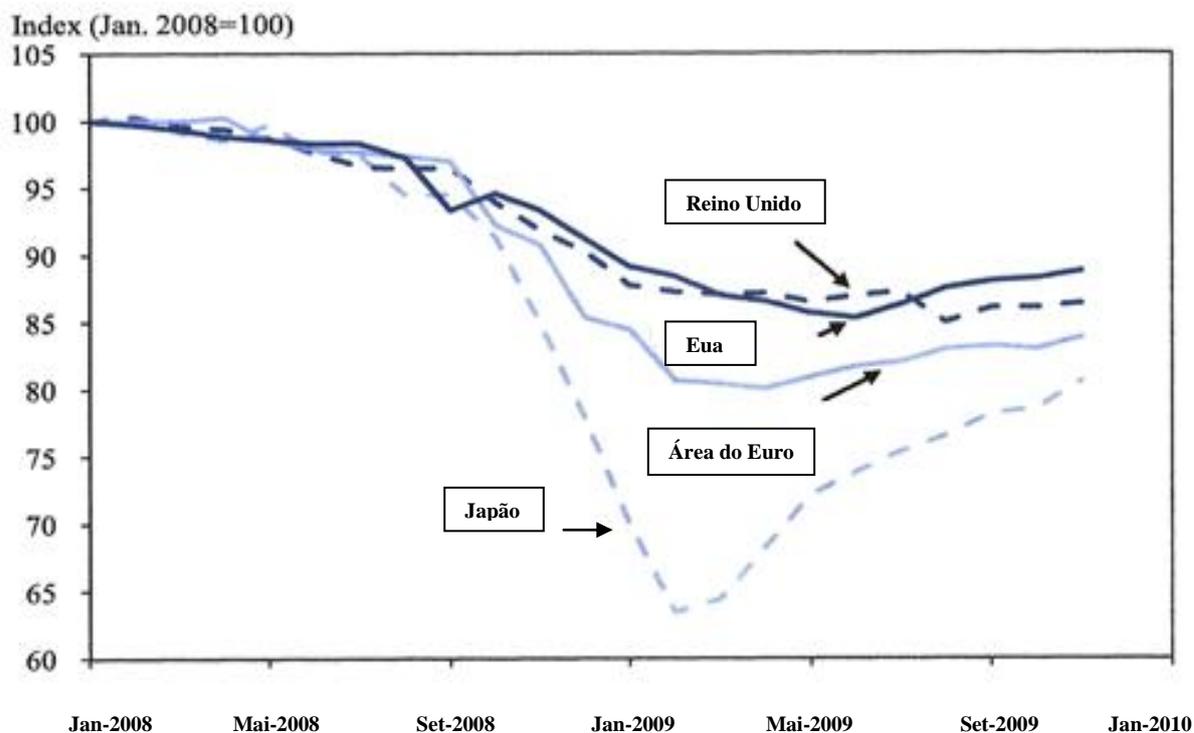
A crise de origem financeira se transmitiu para a economia real interna norte-americana e para o restante do mundo de forma rápida e forte, provocando recessão e declínio do comércio e queda nos níveis de confiança. O FMI estimou que o PIB mundial se retraísse em torno de 1,1% em 2009 relativamente ao ano anterior, sendo que nas economias avançadas a queda esperada era 3,4%.

O maior declínio do PIB se deu no inverno (hemisfério norte) 2008-2009, quando a taxa anualizada decresceu 6%. Para os países da OCDE ¹⁶⁴, o PIB caiu 7,2% no quarto trimestre de 2008 e 8,4% no primeiro trimestre de 2009.

Observando o gráfico 29 veremos que o declínio da produção industrial nas grandes economias foi superior a 10% comparados com o nível de produção de janeiro/2008, e, no caso do Japão, o declínio foi imenso.

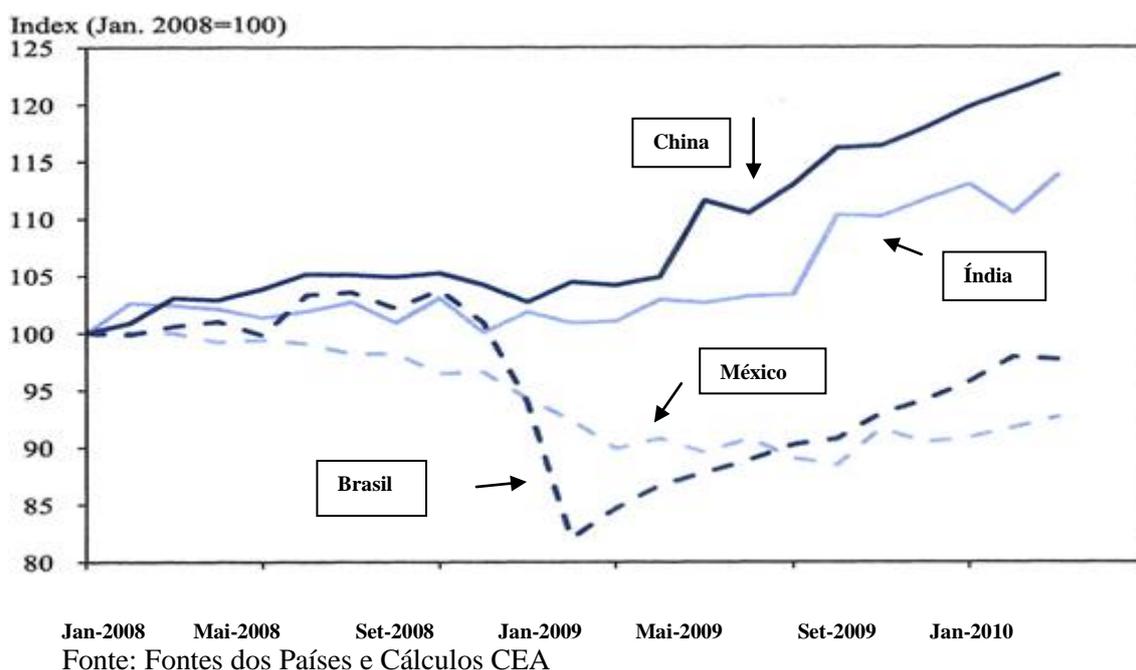
¹⁶⁴ OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Reúne os 33 países mais ricos do mundo, responsáveis por mais da metade da produção mundial.

Gráfico 29: Produção Industrial nos Países Avançados.



Já em alguns dos países de mercados emergentes houve importantes contrações em taxas anuais de mais de 20%, como na Rússia e Turquia, mas os colapsos foram breves, durando apenas um quarto quadrimestre ou período similar. Em geral, o mundo emergente e em desenvolvimento foi bastante resistente aos percalços da crise de 2008 e chegou a se expandir em 2009 a uma taxa de 1,7%. Normalmente, esses países apresentaram uma contração primeiro trimestre de 2009 e começaram rapidamente uma expansão no segundo trimestre.

Gráfico 30: Produção Industrial nas Economias Emergentes.



O gráfico 30 mostra que a produção industrial caiu de forma abrupta no primeiro trimestre de 2009 no Brasil e no México, apesar da recuperação consistente nos trimestres posteriores. Na China e na Índia, a produção industrial apenas parou por um breve período e depois acelerou novamente.

A Ásia continuou a crescer a um ritmo robusto para o ano como um todo, mais de 6%. Cabe dizer que mesmo essa taxa é consideravelmente mais lenta do que as conquistadas nos meados dos anos 2000.

Em 6 de outubro de 2010, o Fundo Monetário Internacional (FMI), alerta através de relatório técnico anual que a nível mundial as fragilidades referentes ao setor bancário continuam existindo, o crescimento mundial está lento e os déficits fiscais estão elevados em muitos países e que o custo da crise em perda de ativos pelo setor bancário, entre 2007-2010, foi de US\$ 2,2 trilhões.

Ressalta ainda que as autoridades monetárias das economias avançadas devem confrontar as interações criadas pela expansão lenta, dívidas soberanas e instituições financeiras ainda frágeis: - "A turbulência financeira que envolveu partes da zona do euro em abril e maio serviu como lembrete da ligação estreita entre risco soberano e o sistema financeiro", diz o "Global Financial Stability Report",

Relatando ainda que o custo estimado da crise no setor bancário de 2007 a 2010 tenha sido reduzido de US\$ 2,3 trilhões para US\$ 2,2 trilhões, houve um retrocesso em direção à estabilidade financeira global desde abril, quando veio à tona a crise da dívida soberana em vários países europeus, como a Grécia.

Diz ainda que, diante de um cenário de incertezas, medidas de apoio ao setor bancário poderão ser mantidas por mais tempo do que o imaginado: - "Estratégias de saída de políticas monetárias e financeiras não convencionais podem ter de ser adiadas até que a situação fique mais robusta".

III-3.10 - *Rescue, Rebalance and Rebuild* – Os três “R” de Obama

O esforço ¹⁶⁵ para estabilizar o sistema financeiro norte-americano tem sido a parte central e a principal resposta política à crise de 2008. Como já dito, o *Federal Reserve Bank (Fed)* vinha tomando medidas para aliviar as pressões nos mercados financeiros de crédito desde 2007, pelo menos. Em 7 de setembro de 2008 as agências Fannie Mae e Freddie Mac foram colocadas sob a supervisão da *Federal Housing Finance Agency* para evitar uma grave ruptura dos empréstimos hipotecários.

Em 16 de setembro, os efeitos potencialmente catastróficos decorrentes da quebra da *American International Group (AIG)* fizeram com que o *Federal Reserve Bank (Fed)* oferecesse uma linha de crédito inicial da ordem de US\$ 85 bilhões. O *Lehman Brothers* não foi contemplado com ajuda pública.

Em 19 de setembro, as preocupações sobre a possibilidade de falência dos fundos de curto prazo (*hedge*), levaram o Tesouro Americano a anunciar um programa de garantia para esses fundos.

Em 3 de outubro, o Congresso aprovou e o Presidente Bush assinou a Lei de Estabilização de Emergência (*Troubled Asset Relief Program – TARP*), que permitia que o *Federal Reserve Bank (Fed)* adquirisse ativos problemáticos e injetasse capitais nas instituições financeiras.

A primeira metade do Programa orçado em US\$ 350 bilhões foi usada, principalmente, na compra de ações preferenciais de instituições financeiras fragilizadas, objetivando fazê-las suportar os efeitos da crise. Porém, logo após a posse da nova Administração, em 12 de

¹⁶⁵ **Economic Report of the President transmitted to the Congress** - February 2010, together with the annual report of the council of economic advisers.

janeiro de 2009, o Presidente Obama notificou o Congresso da sua necessidade de liberar a segunda metade dos recursos financeiros do *TARP*, tendo seu pleito sido atendido.

Em 10 de janeiro de 2009, o Secretário do Tesouro Timothy Geithner anunciou *Administration's Financial Stability Plan*, que representou a implantação da abordagem da política Keynesiana no enfrentamento da crise em várias frentes e com a utilização de políticas públicas, fazendo recordar os programas do *New Deal*.

Um dos elementos introduzidos é o *Supervisory Capital Assessment Program* ou pelo seu nome mais conhecido, o "*Stress Test*", que se propõe a avaliar as necessidades de capital das maiores 19 instituições financeiras do país. Se for constatada a necessidade de acréscimos de recursos, as instituições são encorajadas a aumentar o capital privado em seu patrimônio. Em caso de não obterem êxito, capital provisório pode ser cedido pelo governo.

Outra vertente do plano se refere ao *Consumer Business Lending Initiative* que visa a reacender o declínio dramático dos empréstimos securitizados. Em novembro de 2008, o *Federal Reserve Bank (Fed)* já havia criado *Term Asset-Backed Security Loan Facility*, também nessa direção.

Com o anúncio em fevereiro de 2009 do Plano de Estabilização Financeira, o Tesouro Americano expandiu o seu comprometimento de recursos de US\$ 100 bilhões para a impressionante cifra de US\$ 1 trilhão, direcionados para o financiamento de automóveis, cartões de crédito, empréstimos estudantis e pequenos negócios garantidos pelo *Small Business Administration (SBA)*.

O terceiro elemento do Plano é a parceria do Tesouro Americano com o *Federal Deposit Insurance Corporation* no sentido de criar uma parceria público-privada de investimentos. A proposta central do programa é a remoção dos ativos problemáticos dos balanços das instituições financeiras, reduzindo a incerteza dos investidores em relação à

solidez das instituições, trazendo como consequência a melhoria dessas instituições em levantar capital e disponibilidade de emprestar.

A parceria também cria condições de competitividade privada e garante que o governo pague preços menores pelos ativos problemáticos.

Alguns outros componentes do Plano merecem ser citados:

1-) A resposta tipicamente keynesiana à crise foi realizada por meio do *American Recovery and Reinvestment Act (ARRA)*, assinado pelo Presidente Obama em 17 de fevereiro de 2009. O Programa possui uma estimativa original de US\$ 787 bilhões, considerado a maior ação contracíclica da história norte-americana. Os recursos provêm de cortes de impostos e de aumentos dos gastos do Governo em 2% do PIB em 2009 e de 2,25% em 2010. Para avaliarmos a extensão do programa, basta recordar que a maior expansão do orçamento público anterior foi de 1,25% do PIB e ocorreu em 1936, em plena execução do *New Deal* de Roosevelt.

Uma das pedras angulares do plano é gerar, via estímulo fiscal, um forte aumento da demanda agregada, até porque a diminuição da taxa de juro de curto prazo não é um instrumento por si só eficaz de promover a oferta de 3,5 milhões de empregos.

Porém, como é próprio da visão de mundo norte-americana, os estímulos fiscais e o aumento da presença do Estado são de carácter emergencial e temporário.

Os estímulos fiscais são concretizados em políticas públicas, das quais citamos algumas a seguir:

- Cortes de impostos direcionados para indústrias que sejam intensivas em absorção de mão de obra.

- Estímulo dos gastos das famílias via redução de impostos. Em média uma família típica de um casal teve uma redução de US\$ 800,00 em 2009 e em 2010. Alguma redução atingiu 95% das famílias.
- Implementação de obras que afetem a construção civil e gerem empregos (Reformas de escolas, hospitais, estradas, etc.).
- Investimentos em infraestrutura: transporte, investigação científica, tecnologia da informação em saúde, ampliação da rede elétrica, tecnologias de energia limpa, isolamentos térmicos avançados de residências.
- Ampliação em até 20 semanas e melhoria das condições do seguro-desemprego. Manutenção do Seguro Saúde. Programas de Assistência Nutricional complementar
- Redução de impostos na constituição de novas empresas, na aquisição de equipamentos de investimento, prorrogação da depreciação dos bens e dos equipamentos. Ajuda aos pequenos negócios incluídos no *American Recovery and Reinvestment Act*.
- Ajuda aos Governos Estaduais, representando US\$ 140 bilhões em estímulos e alívios fiscais.
- Programas de apoio para indivíduos diretamente afetados pela recessão. Tal como o *COBRA*, onde trabalhadores desempregados recebem subsídios de garantia entre 9 a 15 meses de isenções de taxas de empréstimos.
- Diversas ações promovidas no âmbito do crédito imobiliário como o refinanciamento a taxas de juros menores para residências que perderam valor.

- O *Making Home Affordable (MHA)* de março de 2009, concebido para apoiar e manter milhões de proprietários e suas famílias em suas casas e assim contribuir para estabilizar o mercado imobiliário.
- Compromisso do *Federal Reserve Bank (Fed)* em adquirir em grande escala dívidas *GSE*¹⁶⁶ e títulos lastreados em hipotecas, no esforço de reduzir as taxas de juros hipotecárias.

2-) Ajuda às montadoras de veículos (*GM* e *Chrysler*), através de seus braços corporativos, que ameaçavam a economia industrial como um todo. A ajuda inicial foi de US\$ 17,4 bilhões, incluídos no *TARP* com a denominação *Auto Industry Financial Program* e que foi acrescido de US\$ 7,5 bilhões direcionados para o financiamento de automóveis das duas empresas montadoras.

Deve-se ressaltar que a Administração Obama exigiu como contrapartida que as montadoras apresentassem planos de reestruturação e de viabilidade econômica de suas atividades, disponibilizando a ajuda de forças-tarefas técnicas para esse fim. A conclusão dos relatórios apontou que a falência das empresas era o caminho mais eficiente para o início da reestruturação. A *Chrysler* pediu falência em 30 de abril e a *GM* em 1 de junho de 2009.

O programa *Car System Rebate Allowance (CARS)* fornece até US\$ 4.500,00 para consumidores que desejem substituir carros e caminhões mais velhos por modelos energeticamente mais eficientes.

Para reestruturar as montadoras e atender aos interesses dos trabalhadores aposentados, credores e fornecedores, o governo autorizou a utilização de recursos do *TARP* no montante de US\$ 80 bilhões.

¹⁶⁶ Agências como a *Fannie Mae*, etc.

III-3.11 - A Regulação Financeira Norte-Americana de 2010

Em 17 de junho de 2009, o Presidente Barack Obama anunciou um projeto de lei com cinco objetivos, para análise do Congresso, que realiza uma reforma na regulação financeira do país com o objetivo de evitar novas crises.

Primeiro objetivo: maior controle do "risco sistêmico" e da regulamentação financeira.

- Criação de um Conselho de Supervisão dos Serviços Financeiros, presidido pelo Secretário do Tesouro e encarregado de identificar os novos riscos que ameacem o sistema, coordenar a ação dos reguladores e ajudar a preencher eventuais brechas do sistema de supervisão.

- Colocação de todas as instituições financeiras (bancos, fundos de inversão, empresas de seguros), cuja falência colocaria em risco o conjunto do sistema econômico, sob o controle de apenas um regulador, neste caso o *Federal Reserve Bank (Fed)*.

- Endurecimento das normas que regem os fundos próprios de todas as companhias e autorização ao *Federal Reserve Bank (Fed)* para impor normas mais restritivas em certos casos.

- Incremento das normas de capital de todos os bancos.

- Reconsideração das normas contábeis com o objetivo de definir a maneira de fazer provisões para eventuais perdas.

- Racionalização da regulamentação bancária com a eliminação do regime especial para alguns tipos de sociedade de crédito.

- Obrigação de que os fundos de investimentos tenham registro na *Securities and Exchange Commission (SEC)* e transmitam informações de suas atividades.

- Reforço da regulamentação dos fundos monetários.

Segundo objetivo: reforçar a regulação e a infraestrutura dos mercados.

- Reforço do controle da titularização. Os emissores que recorram a práticas que lhes permitam transformar ativos efetivos em títulos deverão reter 5% do risco de crédito associado a eles.

- Reforço dos esforços da *Securities and Exchange Commission (SEC)* para ajustar as normas que se aplicam às agências de classificação de risco, com o objetivo de evitar eventuais conflitos de interesse.

Terceiro objetivo: reforçar a proteção ao consumidor.

- Criação de uma agência de proteção financeira do consumidor, encarregada de supervisionar a oferta de poupanças, crédito e serviços financeiros às pessoas físicas.

Quarto objetivo: dar ao governo os meios para enfrentar de forma eficaz as crises financeiras.

- Proposta de um projeto de lei dando ao governo autoridade para colocar sob a tutela do *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* todas as instituições financeiras com risco de falência.

Quinto objetivo: reforçar a regulamentação e a cooperação internacional.

- Imposição de normas jurídicas às companhias financeiras estrangeiras que operam nos Estados Unidos, idênticas às que regem as empresas norte-americanas.
- Pedido do Presidente Obama ao Comitê da Basileia de Supervisão Bancária para reforçar suas normas.

Em 21 de julho de 2010, o Presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, sancionou a histórica lei de reforma financeira (*Financial Reform Bill*), que realiza dentro do politicamente possível ¹⁶⁷, sendo a maior reforma da regulamentação financeira desde a década de 1930. O projeto de lei havia sido sancionado pelo Senado no dia 15 e pela Câmara em 30 de junho de 2010, sendo os principais pontos aprovados:

Maior supervisão governamental:

O *Federal Reserve Bank (Fed)* terá maior controle sobre o funcionamento de todo o sistema financeiro. Será criado o Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira, que poderá intervir em empresas que estiverem à beira da falência.

Regras para empréstimos e cartões de crédito:

As regras para concessão de empréstimos serão mais austeras, principalmente no setor imobiliário, onde a crise financeira global teve início. Condições mais severas também valerão para o setor de cartão de crédito. Os bancos, por sua vez, terão de seguir normas estritas na hora de utilizar recursos provenientes dos seus clientes.

Transparência na classificação dos riscos financeiros:

A metodologia utilizada pelas agências de risco na avaliação do sistema financeiro terá de ser clara e explícita. Em caso de erros graves, elas poderão ser fechadas. A reforma também intensifica o monitoramento das atividades dessas empresas.

¹⁶⁷ Líderes republicanos condenaram a lei, afirmando que esta prejudicaria o crescimento econômico e atenuaria a capacidade de ação dos gigantes financeiros americanos. Também planejam revertê-la, como o líder na Câmara dos Representantes, John Boehner: "A lei deve ser rejeitada" e substituída por "coisas com as quais podemos tapar os buracos no sistema regulatório", afirmou.

Registro de investimentos de alto risco:

A nova lei exige que os fundos de hedge e de private equity sejam registrados na *Securities and Exchange Commission (SEC)* como consultores de investimento. Isso os obrigará a manter registros sobre negociações, alavancagem extrapatrimonial e exposição ao risco de crédito de contraparte, que estarão sujeitos a inspeções por parte da *SEC*.

Risco de swaps:

O governo fica impossibilitado de oferecer assistência financeira àqueles que realizarem transações de *swaps* (operações de troca de ativos entre agentes econômicos) se o investidor decidir se posicionar de outra maneira em relação ao risco da ação.

Proteção do consumidor:

A reforma cria um departamento de proteção ao consumidor no *Federal Reserve Bank (Fed)* e determina a implementação de uma linha telefônica própria para denunciar abusos em concessões de empréstimos e aplicações financeiras.

Remuneração de executivos:

As companhias de capital aberto terão de consultar seus acionistas para definir as políticas de remuneração dos executivos. Essa política também passa a ser atrelada à evolução das ações da empresa na bolsa. A nova lei também exige a criação de uma comissão autônoma de controle para essa função.

Denúncias:

Serão adotados incentivos econômicos para que denúncias de crimes financeiros sejam efetivadas.

III-3.12 - Considerações sobre a crise de 2008

No momento em que este trabalho foi concluído, entre setembro e outubro de 2010, não podíamos visualizar com clareza o desenrolar do processo de recuperação econômica, porém essa tende a ser lenta e instável. Pois os efeitos produzidos pela crise norte-americana dos “*subprimes*”, como também ficou conhecida a crise sistêmica de 2008, foi transmitida para todo sistema financeiro globalizado, produzindo falências e diminuição da produção real e finalmente aportando nos níveis de emprego, criando a nível mundial uma situação de difícil reversão.

Os antecedentes da crise de 2008 estão localizados na longa e persistente desmontagem da regulamentação bancária, cujo marco final pode ser encontrado em 1999, quando da revogação da Lei *Glass-Steagall* de 1933.

Porém não podemos deixar de considerar que as ideias econômicas opositoras ao pensamento keynesiano, a execução do Reaganomics na década de 1980 e o crescimento dos ativos dos fundos de pensão, criaram o ambiente institucional para a desmontagem regulatória pudesse ser realizada.

O resultado da desmontagem regulatória já pode ser sentido nas crises das décadas de 1980 e 1990, tais como o *crash* do mercado de ações de 1987, o grande colapso das hipotecas residenciais em 1994, a bolha especulativa “ponto.com” iniciada em 1996 e a crise do *Long-Term Capital Management (LTCM)* de 1998.

Apesar da bolha imobiliária americana estourou nos meados de 2006, foi somente a partir de março de 2008 que o sistema começou mostrar sua real fragilidade, no entanto, naquela época, as falências foram tecnicamente evitadas através de fusões financeiras.

A data que se considera como o início efetivo da crise de 2008 é 15 de setembro de 2008, quando o mercado financeiro entrou em pânico, provocado pelo pedido de concordata do Banco *Lehman Brothers*, que por sua vez, não conseguiu apoio das Autoridades Monetárias para contornar suas enormes dificuldades de caixa.

A pergunta que se pode fazer é se o governo, aqui representado pelo Secretário do Tesouro Americano Henry Paulson, tivesse conduzido o *Lehman Brothers* para uma solução de mercado, talvez a crise tivesse sido contornada.

Então resta esperar que as principais medidas adotadas pelo *Federal Reserve Bank (Fed)*, como o “*Troubled Asset Relief Program*” (*TARP – US\$700 Bilhões*) ainda aprovado na Administração Bush (2008) e o *Administration’s Financial Stability Plan (US\$1 Trilhão)*, de vertente keynesiana e o *Financial Reform Bill*, que representa a regulação financeira politicamente possível, aprovados na Administração Obama (2009), possam reverter a situação econômica e reduzir de forma significativa o desemprego.

Porém devemos atentar que o déficit público norte-americano encontra-se muito próximo de seu limite constitucional de endividamento (*US\$14,3 Trilhões*) e possivelmente o Congresso resistirá em aumentá-lo, dificultando a execução de diversas políticas públicas.

Outro fator de instabilidade e possível redutor da recuperação econômica mundial localiza-se na Zona do euro, além dos PIGS (Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha), que têm em comum elevados déficits, forte endividamento e históricas altas taxas de desemprego, necessitam também de cuidados com suas contas públicas a Itália e Turquia, dentre outros.

Capítulo IV – Conclusão (Comparações e Lições)

Após termos discorrido sobre os principais acontecimentos das Grandes Crises Sistêmicas, devemos recordar da pergunta colocada na apresentação do trabalho e que balizou nosso caminho:

Quais são as diferenças e semelhanças entre as grandes crises sistêmicas?

Tentamos com a devida brevidade, entendendo que as limitações de prazo e de conteúdo são obstáculos intransponíveis em uma Tese, falar sobre as particularidades de cada Grande Crise Sistêmica do Capitalismo. O tema é vasto, olhado por todo tipo de abordagem e visão de mundo, parecendo não existir verdade definitiva ou completa sobre o assunto.

No entanto, isso não impede que se consiga estabelecer um ponto de vista próprio, através preferencialmente de uma reflexão alicerçada nos mestres do passado e do presente, sobre os acontecimentos de 1873, 1929 e 2008.

As crises são uma constante do sistema de produção capitalista. Ao reconhecermos que o capitalismo é um sistema caracterizado por processos constantes de mudança, ou seja, é dinâmico e pode ser visto como um "processo evolutivo" (Schumpeter, 1943).

O ciclo de expansão e de retração da riqueza gerada pelas sociedades capitalistas está presente e tende a assumir uma representação em forma senoidal.

Como foi enfatizado na Introdução, entende-se que as Grandes Crises Sistêmicas são eventos raros, de múltiplas causas, que acontecem por sucessão de eventos sobrepostos que provocam seu agravamento, com origens financeiras e institucionais, não explicáveis pelos ciclos econômicos, porém as retrações cíclicas possam estar entre as causas do desastre, como apontado por Schumpeter (1939).

A difusão ou transmissão das crises aqui analisadas teve como centro ou epicentro os Estados Unidos da América. É possível que, no futuro, outro país ou bloco de envergadura econômica possa também produzi-la e transmiti-la.

Observamos que as três Grandes Crises são de origem financeira e que se encontra previamente instalado na economia um vasto processo especulativo, facilitado pelas instituições desreguladas ¹⁶⁸.

Apesar da inovação em tecnologias e em métodos de produção que geraram lucros extraordinários, prováveis combustíveis da especulação ¹⁶⁹, e estarem presentes nas origens das três crises (1873 – ferrovias; 1929 – indústria automobilistas e outras; 2008 – telecomunicações, informática, globalização, engenharia financeira), não se pode afirmar que as inovações sejam exclusivamente sua causa ou sua principal causa.

O processo de inovação capitalista é constante, principalmente a partir do século XIX, e não necessariamente produziu crises financeiras sistêmicas. Podemos apenas deduzir que as inovações são capazes de produzir ciclos econômicos, alguns destes geradores das Grandes Crises Sistêmicas.

Nas crises de 1873 e 1929, o padrão-ouro foi um problema presente e importante coadjuvante dos eventos, conforme nos ensina Barry Eichengreen (2000), porém em 2008, o padrão-ouro há muito não existia e nenhuma influência poderia ter.

Ao apontarmos apenas as principais causas econômicas como únicas na formação das Crises Sistêmicas - a crise do padrão-ouro, as inovações, os ciclos econômicos, a

¹⁶⁸ Encontramos na história econômica momentos de especulação e de mercados financeiros desregulados, sem que isto implique em uma Grande Depressão ou Recessão, como em 1987.

¹⁶⁹ Os recursos financeiros podem inicialmente procurar outra ou uma nova inovação promissora, porém não a encontrando se voltam para os mercados especulativos.

incompetência da política monetária em conduzir os mercados especulativos e desregulados - estaremos incorrendo em evidente simplificação.

Certamente, a presença desses fatores pode ser decisiva para que o cenário danoso se desenrole e se instale, porém devemos também levar em conta as outras causas reais e institucionais localizadas nas particularidades de cada momento histórico. Desta forma, não existe um padrão único e definitivo das crises, mas sim um somatório de causas sobrepostas e interligadas em cada uma delas.

O padrão parece mais fácil de visualizar no desenrolar da crise financeira. Em todas as grandes crises financeiras, observa-se: a formação da bolha especulativa que desemboca no *crash* com pânico; a contração do crédito (principalmente no interbancário); as falências; a recessão ou depressão; a deflação ¹⁷⁰ que dificulta a recuperação da economia - devendo ser evitada a qualquer custo - ¹⁷¹; o desemprego; o necessário aumento da presença do Estado na economia (a partir de 1933) e o desequilíbrio das contas públicas e suas consequências sociais.

Quanto à dificuldade do tratamento da Grande Depressão ou Recessão quando já instalada, atribuímos importância ao pensamento econômico vigente em cada época.

Em 1873, a discussão estava mais voltada à escolha do melhor padrão monetário, não havendo praticamente nenhuma ação de coordenação por parte do Governo. Em 1929, o pensamento econômico estava excessivamente voltado para a autorregulação dos mercados, para os naturais ciclos econômicos de negócios e a pouca ação dos governos.

¹⁷⁰ O caso do setor imobiliário residencial, onde começou a crise de 2008, ilustra bem os problemas criados pela deflação. Mesmo que as taxas cobradas nos empréstimos hipotecários fossem, por hipótese, reduzidas para zero, com queda sistemática dos preços das casas, a partir de certo ponto, o valor do imóvel passa a ser inferior à dívida.

¹⁷¹ “É que a melhor forma de sair de uma deflação é não chegar até ela” - Bernanke (em palestra no Japão - 2002).

Desde o desmonte da regulamentação bancária e financeira, representado e finalizado pela revogação do *Glass-Steagall Act* em 1999, avalizou-se o fim da segmentação da atividade bancária entre bancos comerciais e de investimento, bem como se permitiu o expressivo crescimento dos títulos securitizados e dos mercados de derivativos. Estes fatos demonstram as mudanças no pensamento econômico vigente.

O pensamento corrente, até a falência do *Lehman Brothers* e de suas consequências, adotava, nas últimas décadas, a crença que os Bancos Centrais poderiam sempre resgatar a economia de eventuais problemas produzidos pelos mercados financeiros. Essa crença foi muito fortalecida pelo próprio desempenho do *Federal Reserve Bank (Fed)* na crise de 1987, sob o comando de Alan Greenspan.

Em 2007, quando poderia haver algo por trás do súbito travamento dos mercados interbancários e apesar do *Federal Reserve Bank (Fed)* ter mudado sua política de juro em setembro, por meio de uma excepcional redução da taxa básica, foi considerada apenas como uma ação natural para a reversão de expectativas. As quedas dos preços dos ativos, apesar de acentuadas, eram vistas apenas como correções e que não interromperiam a alta das ações e dos ativos.

Assim como Roger Babson avisava em 1929 a proximidade do caos, também alguns “profetas”¹⁷² falaram com antecedência sobre a exaustão do ciclo virtuoso de alta dos imóveis nos Estados Unidos e que a tempestade estava por vir.

Essa confiança exagerada no funcionamento dos mercados e na sua autorregulação, que explica a quantidade de bolhas especulativas nas últimas três décadas, estava calcada em quatro pilares da condução da Política Macroeconômica, sendo estes:

¹⁷² Os mais conhecidos são Nouriel Roubini e George Soros.

1-) Política monetária ativa, conduzida por um Banco Central independente, com base em metas de inflação.

2-) Livre movimento internacional de capitais.

3-) Câmbio flutuante, com mínima intervenção Estatal.

4-) Política fiscal que estabilize a relação Dívida/PIB, em nível não muito superior a 50% do Produto Interno Bruto e preferencialmente com rolagem de longo prazo e realizada com taxas de juros baixas.

A adoção desses quatro pilares tem efeitos distintos nos países periféricos e nos centrais. A esperança é que, uma vez que os quatro pilares sejam adotados por um país, a confiança internacional é estabelecida e a economia passa a receber investimentos. Com os investimentos, a economia cresce, o emprego aumenta e o ciclo virtuoso se perpetua.

O crescimento acelerado leva ao déficit externo e às pressões inflacionárias, que são considerados sanáveis por meio da atração de maior quantidade de poupança externa que financiam seus déficits em conta corrente. Os juros altos têm função de atrair capitais de curto prazo, evitar que a inflação recrudesça e saia de controle e a política monetária torne-se mais restrita.

A moeda se valoriza, o que auxilia o controle da inflação, mas agrava o déficit externo. Em um determinado momento, o déficit em conta corrente passa a ser visto como insustentável e a valorização da moeda excessiva.

A confiança desaparece e o fluxo de capitais de curto prazo se reverte. A desvalorização da moeda encerra definitivamente o período de prosperidade.

Os quatro pilares são considerados como condição necessária para se criar e manter a confiança dos investidores. Entretanto, aparentemente, não são suficientes. Mesmo que a política monetária e a livre movimentação de capitais estejam funcionando de acordo com as premissas técnicas, a instabilidade pode advir do câmbio flutuante, principalmente nas economias que não possuem uma confiança sólida. O ideal seria ter um câmbio administrado que garantisse controle sobre os preços e sobre os fluxos de comércio internacional.

As crises das últimas décadas parecem ter sido provocadas pelas dificuldades em garantir a confiança pelos países periféricos, mesmo quando se adotam os quatro pilares da macroeconomia moderna.

Pode-se atribuir parte da causa das crises dos anos 1970 em diante, desde a primeira crise do México na década de 1970 e todas as demais crises das economias latino-americanas até os anos finais da década de 1990, como também as crises das economias asiáticas (tigres asiáticos) e da Rússia, como decorrentes das tentativas de implantação dos quatro pilares macroeconômicos nesses países.

No caso dos países centrais ou desenvolvidos, onde a confiança dos investidores é histórica, como os Estados Unidos, o Japão, a Europa do Euro, e outros, a presença dos quatro pilares não implica instabilidade e o câmbio flutuante não é desestabilizante, pois para um país desenvolvido os acessos ao financiamento externo são extensos. Os países desenvolvidos, principalmente os emissores de moeda reserva (dólar, euro, iene), não têm restrição externa ao crescimento da demanda.

Enquanto nos países periféricos a restrição efetiva é a externa, através do Balanço de Pagamentos, nos países centrais, a restrição efetiva é a interna, através da Curva de Phillips, que por sua vez modificou-se para incorporar as expectativas, passando-se a chamar Curva de Phillips Expandida.

Não mais se pode trocar menor desemprego por maior inflação ou vice-versa, pois as expectativas se adaptam à inflação esperada. A relação de troca não é entre crescimento e inflação, como sugeria a Curva de Phillips original, mas entre crescimento e aceleração da inflação.

A política macroeconômica se reduz a conter a volatilidade do crescimento e do emprego em torno de suas taxas naturais, conforme explicitado pela chamada Hipótese das Expectativas Racionais. O conceito de metas inflacionárias, utilizados pelos principais Bancos Centrais com sucesso, objetiva ancorar as expectativas difusas e de longo prazo com uma taxa de inflação previamente estabelecida.

A confiança na capacidade do Banco Central em conduzir a inflação para sua meta resulta em afastar significativamente o limite ao crescimento, imposto pela ameaça da perda de controle sobre a inflação.

No caso norte-americano, o *Federal Reserve Bank (Fed)*, embora nunca tenha formalmente adotado a política de metas inflacionárias, não permitiria que a inflação saísse de controle. Dessa forma, a economia norte-americana usufruiu três décadas de prosperidade sem precedentes.

Porém, a manutenção de um déficit externo gigantesco só foi possível para um país que contava com as condições especiais da confiança externa e interna e por ser emissor da principal moeda reserva mundial. Caso contrário, teria sido punido pela fuga de investimentos, levando à forte e rápida desvalorização da moeda.

A taxa de desemprego, a partir de meados da década de 1990, aproximou-se da taxa natural (aproximadamente 4%) e até ficou abaixo da taxa natural por alguns anos. Como na proximidade da taxa natural a inflação começa a ser sentida. Alan Greenspan foi avisado por

analistas que deveria subir os juros, o que recusou, pelo menos até que sinais claros aparecessem na economia.

Se a inflação de bens e serviços continuava bem comportada, outro tipo de inflação, a dos preços dos ativos tinham altas extraordinárias. Era chamada por Alan Greenspan de “exuberância irracional”.

Primeiro foi a alta das ações das empresas de tecnologia (dot.com), depois e praticamente em sequência todo o mercado acionário, o mercado imobiliário comercial, o mercado imobiliário residencial, o preço da energia, o preço das commodities, tudo dava sinais de que a economia estava submetida a uma “Exuberância Irracional”.

O *Federal Reserve Bank (Fed)*, acreditando que o breve hiato recessivo que se seguiu ao fim da bolha especulativa das ações de tecnologia em 2000 e ao atentado de 11 de setembro de 2001 seria maior do que efetivamente foi, continuou a praticar uma política monetária expansionista através de uma política de juros excepcionalmente baixos.

Para Greenspan, as inflações de preços provocadas por ativos (bolhas especulativas) não passam de fenômenos isolados e destinados à reversão, não sendo papel dos Bancos Centrais interferirem com os mercados “exuberantes”¹⁷³. Porém, em casos específicos tentar minimizar as perdas através do relaxamento da política monetária e queda da taxa de juros, política que ficou conhecida como “*The Greenspan Put*”¹⁷⁴.

¹⁷³ Apesar não ser uma opinião unânime entre os economistas, era a dominante na época. Certamente outros Presidentes de *Fed* tinham pensamento diverso, como William McCheney Martin Jr., que presidiu o *Fed* de 1951 a 1970: “o papel do Banco Central é tirar a jarra de bebida exatamente quando a festa começa a ficar animada”.

¹⁷⁴ O *Fed* utilizou a política após o crash do mercado de ações 1987, na Guerra do Golfo, na crise mexicana, na crise asiática, na crise dos LTCM, no Y2K, no estouro da bolha da internet, no ataque de 9 /11 e repetidamente desde as fases iniciais da Crise financeira atual.

A prosperidade americana foi transmitida ao mundo, não apenas pelo comércio internacional, mas também pelo Sistema Financeiro Globalizado, que atua como uma caixa de ressonância de sincronização dos ativos inflacionados.

O Sistema Bancário montado *no New Deal* e em *Bretton Woods* foi completamente desfigurado. A securitização de todo tipo de recebíveis permitiu que as dívidas fossem fatiadas e reagrupadas. Os derivativos, concebidos originalmente para proteção (*hedges*) contra as incertezas dos mercados, tiveram na alavancagem e na arbitragem sua destinação.

A securitização e os derivativos foram os pilares que deram origem a um sistema financeiro paralelo, especulativo, sem transparência, sem prestação de contas e limites geográficos.

O problema da política de emissão extraordinária de moeda a juros extremamente baixos ou até zero do *Federal Reserve Bank (Fed)*, quando aplicado em cenários de pânico ou de grande incerteza, não cria excesso de oferta de moeda, pois a demanda ilimitada¹⁷⁵ por moeda como o dólar, que é um ativo líquido e seguro, é entesourá-lo.

Configura-se o que John Maynard Keynes (1936) chamou de a armadilha da liquidez, quando a política monetária perde a capacidade de estimular a demanda agregada e é incapaz de reverter o atoleiro que é o quadro de deflação.

Como a moeda excedente não entra em grande parte em circulação, não há pressão inflacionária, pois a velocidade da circulação da moeda nesses cenários de grande incerteza é baixa.

¹⁷⁵ Com a taxa de juro igual a zero a demanda por moeda é ilimitada teoricamente. Porém se os preços caírem e a incerteza estiver muito elevada, a demanda por moeda também cairá. Na Grande Depressão da década de 30, mesmo o *Fed* emprestando a juro zero ou próximo de zero não havia tomadores. Nesses cenários, tomar emprestado a juro zero é caro.

Quando o cenário de grande incerteza se reduz, basta que o *Federal Reserve Bank (Fed)* reverta sua posição revendendo os títulos ao público, que caracteriza a atuação ortodoxa de prestador de última instância dos Bancos Centrais.

Na crise de 2008, em razão da paralisação dos sistemas financeiros mundiais e da grande iliquidez, *Federal Reserve Bank (Fed)* necessitou adotar medidas heterodoxas para evitar uma repetição da Grande Depressão de 1929, como financiar além do setor privado financeiro, também diretamente o setor privado não financeiro, com a compra de *commercial papers*.

Entretanto, o Banco Central, ao adquirir um título privado por um de valor residual inferior ao valor pago, mesmo em troca de um título do Tesouro, apenas troca a dívida privada por pública e realiza o componente fiscal da política monetária, cuja capacidade de reanimar a demanda agregada é inferior à do aumento dos gastos públicos diretos, daí a grande importância das políticas públicas.

É certo que o objetivo dessa política monetária é tentar evitar o colapso do sistema financeiro insolvente e reviver o crédito inexistente, pois se acredita que a grande parte dos ativos adquiridos pelo Banco Central e pelo Tesouro não tem valor ou terá pouco valor de revenda, tratando-se de aumento da dívida pública via transferência de recursos públicos para o setor financeiro privado.

De qualquer forma, há limites para a capacidade de o setor público assumir dívidas do setor privado, ou, no caso extremo, de estatizar o sistema financeiro privado, podendo falir o país, como ocorrido com a Islândia em 2009. Este caso não se aplica aos Estados Unidos da América, pois a dívida pode ser monetizada, levando à inflação, que nesse cenário poderia não ser inadequada, pelo menos enquanto a taxa básica de juro continuar próxima de zero.

O *Federal Reserve Bank (Fed)* com o seu cofre repleto de títulos de valor duvidoso terá que enfrentar a redução de demanda por sua moeda e títulos de sua dívida pública, porém, ao aceitar a desvalorização do dólar e a inflação, possivelmente provocará o aumento das taxas de longo prazo e promoverá uma guerra cambial.

Com a presença da armadilha da liquidez e às portas da deflação, a política monetária é insuficiente para promover a reversão do quadro. Faz-se necessária a utilização, em forte medida, da política fiscal, por meio de políticas públicas. Ressalve-se que o impacto dos gastos públicos sobre a demanda agregada e renda é custoso e demorado, principalmente no que tange a recuperação do emprego.

Para que as políticas públicas tenham o poder multiplicador dos gastos sobre a demanda agregada devem estar voltados de forma estratégica em várias direções, como ensinado pelos programas do *New Deal (relief, recovery and reform)*. O pacote fiscal proposto pelo Presidente Barack Obama, como visto no capítulo anterior, vai de encontro com esta visão e tradição norte-americana (*rescue, rebalance and rebuild*), e ajuda na lenta e nem sempre linear, como aconteceu nas outras grandes crises, recuperação da maior economia do planeta.

Uma das principais modificações produzidas pelo *New Deal* foi a instauração de um Sistema de Regulação Financeira de supervisão dos fundos mútuos e dos consultores de investimentos e afastar a inexistência de nenhum seguro relevante para os depósitos bancários, iniciada em 1933, quando não havia nenhuma autoridade reguladora em âmbito nacional para o mercado de ações e de títulos.

A legislação foi aperfeiçoada pela criação, entre outras, da *Securities and Exchange Commission* e da *Federal Deposit Insurance Corporation*, novas e importantes competências para o *Federal Reserve Bank (Fed)* e requisitos de prestação de contas e de transparência (*accountability*).

A relativa calma desfrutada começou a se perder a partir dos anos 1980 do século passado, quando os Estados Unidos assistiram, desde então, a sete episódios de pânico financeiro.

A crise de poupança e empréstimos dos anos 1980 e início de 1990 mostrou como desregulamentação do sistema bancário podem ter consequências inesperadas. Naquela ocasião, a desregulamentação associada a um generoso seguro de depósito foi combinada para criar um padrão perigoso de tomada de risco que eventualmente levou a um grande resgate Federal do sistema financeiro. Em 1998, o colapso do *Long-Term Capital Management (LTCM)* mostrou as lacunas na estrutura regulatória e induziu o *Federal Reserve Bank* de Nova Iorque a organizar um resgate privado sem precedentes de um fundo de *hedge* não regulamentado.

Em 2001, o colapso da *Enron* desnuda a complexidade das operações financeiras em empresas não financeiras, aparentemente colocando novos desafios para contabilistas, políticos e analistas.

A arquitetura regulatória criada após o Grande Depressão dos anos 1930 foi-se tornando cada vez mais inadequada, como era de se esperar, para lidar com a inovação financeira.

As condições para o início da desmontagem regulatória surgiram com o surto de investimentos em capital de risco, que teve sua remota origem em lei de 1973 que obrigava as empresas criarem reservas em dinheiro para o financiamento das aposentadorias de seus funcionários. Com o tempo os ativos desses fundos de pensão atingiram cifras trilionárias, dando condições políticas aos seus gestores, inclusive por meio de lobbies e de financiamento de campanhas, de terem força para exigir a redução das rigorosas regras que regulavam os investimentos desses fundos, que efetivamente começaram a dar resultados em 1979.

O *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980, começou a descaracterizar a Lei *Glass-Steagall* (também chamada de *Banking Act*). Revogação final da Lei *Glass-Steagall* aconteceu no Governo Clinton, em 12 de novembro de 1999, pela Lei *Gramm-Leach-Bliley*, e marca a origem legal da crise de 2008.

Foi nesse vácuo que a inovação financeira foi acelerada durante a primeira década do século XXI. O alto preço dessa desatenção começou a ser pago após a falência do *Lehman Brothers* em setembro de 2008, quando os mercados de crédito congelaram e o Tesouro e *Federal Reserve Bank (Fed)* foram forçados a promover uma intervenção nos mercados financeiros para que não ocorresse outra Grande Depressão.

Os Estados Unidos, lembrando os ensinamentos de Charles P. Kindleberger (1973), devem exercer sua hegemonia no campo das relações internacionais para influenciar a implementação das mudanças regulatórias no Sistema Financeiro Internacional.

Para a consecução das importantes medidas regulatórias, necessita do apoio dos organismos internacionais como o *International Monetary Fund (IMF)*, *Bank for International Settlements (BIS)*, *Financial Services Authority (FSA)*, Comitê da Basileia de Supervisão Bancária entre outros, para reforçar suas normas.

É opinião quase unânime hoje que as medidas para evitar novos colapsos a nível mundial precisam ser internacionalmente coordenadas. Apenas quando as Autoridades Monetárias, em nível de governança mundial, conseguirem implantar mecanismos regulatórios que impeçam a formação de grandes bolhas especulativas, teremos a única maneira de garantir que as grandes crises sistêmicas de origem financeira poderão de fato ser contidas antes de seu nascimento.

Espera-se a recuperação dos níveis econômicos de crescimento global. Assim como a Grande Depressão da década de 30 do século XX levou a grandes mudanças estruturais no

pensamento econômico, acredita-se também que a crise 2008 levará a mudanças de paradigmas, tais como o fim da autorregulação das instituições financeiras e do papel passivo das políticas monetárias, adoção de responsabilidade fiscal pelos governos e no maior controle da sociedade sobre a quantidade e qualidade dos gastos públicos.

A Regulação deve conter medidas que obriguem as instituições financeiras à prestação minuciosa de suas contas, que impeçam a alavancagem financeira excessiva, que limite a concessão do crédito abundante e sem garantias direcionadas para a especulação, principalmente aqueles destinados aos mercados de derivativos. Por sua vez, os mercados especulativos devem ser parametrizados por maiores margens e as vendas à descoberto coibidas ou taxadas, as atividades de *Lobbies* e *Rating* devem ser acompanhadas e fiscalizadas.

Por fim, não devemos esquecer que Minsky (1982) avisava que as crises são inerentes ao funcionamento dos mercados financeiros. Portanto, trata-se de uma luta incessante entre o regulado, que procurará maneiras de minimizar os efeitos da regulação, principalmente através de inovações financeiras, e do regulador, tentando conter a formação de um cenário de especulação sem controle.

Anexo I - Dow Jones Industrial Average – DJIA

Vejamos o *DJIA*, que foi criado em 1896 e representava em sua cesta uma média simples de 12 empresas norte-americanas, com valor inicial de 40,94 pontos. Com o fechamento da Bolsa de Valores de Nova Iorque por quatro meses (iniciado em 30 de julho de 1914) por causa da I Guerra Mundial, o índice *DJIA* ficou estagnado em 71,42 pontos. No momento em que a bolsa reabriu, em 12 de dezembro do mesmo ano, o índice sofreu uma queda de 24,39%, fechando com o valor de 54 pontos.

Em 1928, o número de empresas que compunha o índice passou para trinta. O valor máximo do índice foi atingido em 3 de setembro de 1929, que chegou a valer 381,17 pontos, sendo ultrapassado apenas em 1954 após um período de grande euforia do mercado.

Em 8 de julho de 1932, foi o ponto mais baixo do índice durante a Grande Depressão, quando retornou ao valor mínimo de 40,56 pontos. Durante a crise de 1929 e a grande depressão que se seguiu, o maior ganho percentual do índice em um único dia (14,34%) ocorreu em 15 de março de 1933, quando da reabertura da Bolsa de Nova Iorque após o feriado bancário (*Bank Holiday*) e da aprovação das reformas iniciais do *New Deal*.

Em 14 de novembro de 1972, o índice ultrapassou pela primeira vez a barreira dos 1.000 pontos. Os anos oitenta e noventa presenciaram um rápido crescimento no índice *DJIA*. A maior queda percentual em um único dia, desde 1914, ocorreu em 19 de outubro de 1987, quando o índice caiu 22,61%. Este dia ficou conhecido como Black Monday (Segunda-feira Negra).

Em 21 de novembro de 1995, o índice fechou acima dos 5.000 pontos pela primeira vez e, em 3 de maio de 1999, ultrapassou a marca dos 10.000 pontos. Apesar de eventos históricos

marcantes, como 11 de Setembro, que geraram quedas importantes na cotação do índice Dow Jones, o índice ultrapassou a marca dos 14.000 pontos em 19 de julho de 2007.

Em julho de 2008, a alta no preço do petróleo iniciou uma queda substancial no preço das ações fazendo com que o índice *DJIA* fechasse abaixo dos 11.000. Em 15 de setembro de 2008, o banco de investimento *Lehman Brothers* pediu concordata, levando o mercado (mundial) ao pânico. Em 29 de setembro de 2008, uma queda de 777,68 pontos (6,98%) representou a maior queda em pontos (e não em índice) em um único dia do índice Dow Jones.

Em outubro de 2008, o índice *DJIA* caiu abaixo dos 10.000, marcando vários recordes de volatilidade. Em 10 de outubro de 2008, apesar de ter sofrido uma queda de apenas 128 pontos, o índice oscilou mais de 1000 pontos pela primeira vez na história.

Em 13 de outubro, o *DJIA* subiu 936,42 pontos em um único dia marcando um novo recorde em pontos. Porém, esses ganhos foram rapidamente consumidos nos dias seguintes, como no dia 15, quando o *DJIA* perdeu 7,87% de seu valor - a maior queda percentual desde a crise de 1987.

Referências Bibliográficas:

AGARWAL, Sumit; LIU Chunlin, and SOULELES Nicholas S. **The Reaction of Consumer Spending and Debt to Tax Rebates:** Evidence from Consumer Credit Data. NBER Working Paper No. 13694 (December 2007).

Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13694>>.

AIZENMAN, Joshua and JINJARAK, Yothin. **Current Account Patterns and National Real Estate Markets.** NBER Working Paper No. 13921 (April 2008).

Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13921>>.

ASHCRAFT, Adam B. and SCHUERMAN, Til. **Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit.** Staff Report No. 318, Federal Reserve Bank of New York (March 2008).

BARNES, Harry E. **An economic history of the western world.** Harcourt, Brace and Company, 1937.

BAUMOL, William J.; BLINDER, Alan S. **Economics: Principles and Policy.** Thomson South-Western, 2007.

BENSON, Michael. **Ronald Reagan.** Lerner Publications Company, 2004.

BERNANKE, Ben. Bankruptcy. **Liquidity and Recession.** The American Economic Review, vol.71, no. 2, papers and proceedings, May 1981.

BERNANKE, Ben. **Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression.** The American Economic Review, vol.73, no. 3, Jun 1983.

BERNANKE, Ben. **Essays on the great depression.** Princeton University Press, 2000.

BERNANKE, Ben. **Deflation: making sure it doesn't happen here.** Novembro de 2002. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov>>.

BERNANKE, Ben; et al. **Monetary policy at the zero bound:** an empirical assessment. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2004.

BERNANKE, Ben. **The Global Savings Glut and the US Current Account Deficit.** Paper presented at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, April 2005.

BIVEN, W. Carl. **Jimmy Carter's economy:** policy in an age of limits. The University of North Carolina Press, 2002.

BOMFIM, Antulio. **Derivativos de Crédito e Outros Instrumentos.** Elsevier Editora Ltda., 2007 (tradução da edição original americana de 2005 - Understanding Credit and Derivatives and Related Instruments, Elsevier Inc.).

BORDO, Michael D. **An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008**. NBER Working Paper Series, Working Paper n° 14569, December 2008.

BOSWORTH, B.; FLAAEN, A. **America's Financial Crisis: The End of an Era**. ADBI Working Paper 142. Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2009.

BUITER, W. **Confessions of a Crass Keynesian**. Dezembro 2008. Disponível em: <<http://www.ft.com>>.

CAGAN, Philip. **Determinants and Effects of Chaos in the Stock of Money 1875- 1960**. New York: NBER, 1965.

CARVALHO, David Ferreira. **Macroeconomia Keynesiana da IS-LM Revistada**. NAEA 119, maio 1999.

CARVALHO, Fernando J. Cardim [de]. **Financial Innovation and the Post Keynesian approach to 'the process of capital formation'**. Journal of Post Keynesian Economics, 19 (3), Primavera de 1997.

CARVALHO, Fernando J. Cardim [de]; SOUZA F.E., SICSÚ, J.; PAULA L. F. de e STUART R. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CHAPLIN, Geoff. **Credit Derivatives: Trading, Investing, and Risk Management**. Antony Rowe Ltd., 2010.

CHRISS, Neil. **Black-Scholes and beyond: option pricing models**. McGraw-Hill, 1997.

CUNNINGHAM, Lawrence A. and ZARING, David T. **The Three or Four Approaches to Financial Regulation: A Cautionary Analysis Against Exuberance in Crisis Response**". Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1399204>>.

De LONG, J. Bradford. **Liquidation Cycles: Old Fashioned Real Business Cycle Theory and the Great Depression**. NBER Working Paper No 3546, 1990.

De LONG, J. Bradford. **The Triumph of Monetarism?**. The Journal of Economic Perspectives, vol. 14, no. 1, Winter 2000.

DOBSON, John M. **Bulls, bears, boom, and bust: a historical encyclopedia of American business concepts**. ABC-CLIO Inc., 2006.

EDSFORTH, R. **The New Deal: America's response to the Great Depression**. Blackwell Publishers Inc., 2000.

EICHENGREEN, Barry. **Golden Fetters: The Gold Standard and The Great Depression**. Oxford University Press, New York, 1992.

EICHENGREEN, Barry. **Elusive Stability: Essays in the History of International Finance, 1919-1939**. Cambridge University Press, 1993.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional**. Editora 34, 2000 (tradução da edição original americana de 1996 - Globalizing Capital: A History of the International Monetary System. Princeton University Press).

EICHNER, Alfred S. **A Guide to post-Keynesian economics**. M. E. Sharpe, 1979.

FABOZZI, Frank J.; RAMSEY, Chuck. **Collateralized mortgage obligations: structures and analysis**, New Hope - Pennsylvania, 1999.

FISHER, Irving. **The Debt-Deflation Theory of Great Depression**. *Econometrica*, vol. 1, oct. 1933. Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0012-9682%28193310%291%3A4%3C337%3ATD%3E2.0.CO%3B2-6>>.

FISHER, Irving. **The purchasing power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises** (1911). New York: Cosimo Inc., 2007.

FISCHER, Wolfgang C. (Editor). **German Hyperinflation 1922/23: A Law and Economics Approach**. Köln: Josef Eul Verlag, 2010.

FRIEDMAN, Milton. **The Quantity Theory of Money: A Reestatement - Studies in the Quantity Theory of Money**. University of Chicago Press, 1956.

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna Jacobson. **A Monetary History of the United States, 1867-1960**. Princeton University Press, 1963.

FRIEDMAN, Milton. **Why Money Matters**. *The Wall Street Journal* (On Line), Page A20, November 17, 2006.

GALBRAITH, John Kenneth. **A History of Economics: The Past as the Present**. Penguin Books, 1991.

GALBRAITH, John Kenneth. **The Great Crash of 1929**. Houghton Mifflin Harcourt, 1997.

GALBRAITH, John Kenneth. **A Era da Incerteza**. Pioneira, 1998.

GRAMLISCH, Edward M. **Subprime mortgages: America's latest boom and bust**. The Urban Institute Press, 2007.

GORTON, Gary B. **The Subprime Panic**. NBER Working Paper No. 14398 (October 2008). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w14398>>.

HANSEN, Alvin H. **Fiscal Policy and Business Cycles**. New York: W. W. Norton, 1941.

HARRIS, S. E. **American Economic History**. MacGraw-Hill Book Company, Inc., 2002.

HICKS, John Richard. **Mr. Keynes and the "Classics": a suggested interpretation**. *Econometrica*, 1937.

HUNT, E. K. **História do Pensamento Econômico**: uma perspectiva crítica (tradução da edição original americana History of Economic Thought - Editora M. E. Sharpe, 2002). Editora Elsevier, Rio de Janeiro, 2005.

KENNEDY, D. M. **Freedom from fear**: the American people in depression and war, 1929-1945. Oxford University Press, 1999.

KENT, Richard J. **Keynes's Lectures at the New School for Social Research**. History of Political Economy - Volume 36, Number 1, Spring 2004.

KEYNES, John Maynard. **An Open Letter to President Roosevelt**. New York Times, 1933.

KEYNES, John Maynard. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. MacMillan, 1970.

KEYNES, John Maynard. **Essays in Persuasion**. W.W. Norton & Company, 1963.

KEYNES, John Maynard. **The Economics Consequences of Mr. Churchill, 1925** em Essays in Persuasion. W.W. Norton & Company, 1963.

KEYNES, John Maynard. **The End of the Gold Standard** (1931) em Essays in Persuasion, W.W. Norton & Company, 1963.

KEYNES, John Maynard. **A Treatise on Money** (1933). AMS Press, 1976.

KINDLEBERGER, Charles Poor. **The World in Depression, 1929-1939**. University of California Press, 1986.

KINDLEBERGER, Charles Poor. **Manias, Pânico e Crashes**: um histórico das crises financeiras. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000 (tradução da edição original americana de 1996 - Manias, Panics, and Crashes: a history of financial crises).

KINDLEBERGER, Charles Poor. **Movimentos Internacionais de Capital**. Editora Record, 2007.

KINDLEBERGER, Charles P. **Historical economics: art or science?**. Berkeley: University of California Press, 1990.

KREGEL, J. **The Past and Future of Banks**. Quaderni di Ricerche 21, Bancaria Editrice, 1998.

KRUGMAN, P. **The fall and rise of development economics**. Rethinking the development experience: essays provoked by the work of Albert O. Hirschman, Brookings Institution Press, 1994.

KRUGMAN, Paul R. **A Crise de 2008 e a Economia da Depressão**. Elsevier Editora, 2008 (tradução da edição original americana de 2008 - The Return of Depression Economics. New York: W. W. Norton & Company).

LAUGHLIN, James Laurence. **The history of bimetallism in the United States**. D. Appleton and Company, 1886.

LLOYD, G. **The two faces of liberalism: how the Hoover-Roosevelt debate shapes the 21st Century**. M&M Scrivener Press, 2007.

LOURENÇO, André Luís C. [de]. **O Pensamento de Hyman P. Minsky: Alterações de percurso e atualidade**. Revista do Instituto de Economia da UNICAMP, vol. 28, 2006.

LUBETKIN, M. John. **Jay Cooke's Gamble: The Northern Pacific Railroad, The Sioux, And The Panic Of 1873**. University of Oklahoma Press, 2006.

LUCAS Jr.; Robert E. **Monetary Neutrality**. Prize Lecture, December 7, 1995. Disponível em: <http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf>.

MATUSOW, Allen J. **Nixon's economy: booms, busts, dollars, and votes**. University Press of Kansas, 1998.

MAJOR, John. **The New Deal**. ABC-CLIO, 2003.

MINSKY, Hyman P. **A Theory of Systemic Fragility**, em E. J. Altman and A. W. Sametz (Editores): **Financial Crisis: Institutions and Markets in a Fragile Environment**. New York, Wiley, 1977.

MINSKY, Hyman P. **The financial instability hypothesis: a restatement**. Thames Polytechnic, 1978.

MINSKY, Hyman P. **Can "it" happen again?: essays on instability and finance**. M.E. Sharpe, 1982.

MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes**. McGraw Hill, 2008.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable Economy**. McGraw Hill Professional, 2008.

MISHKIN, Frederic S. **The economics of money, banking, and financial markets**. Pearson/Addison Wesley, 2007.

MITCHELL, Broadus. **The Depression Decade from New Era Through New Deal 1929-1941**. M. E. Sharpe Inc., New York, 1947.

MITCHELL, Wesley C. **Business Cycles**. New York, National Bureau of Economic Research, 1927.

MORRIS, Charles R. **A Crise de 2008: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito**. Aracati, 2008. (traduzido da edição original americana de 2008 - **The Trillion dollar Meltdown**, Public Affairs, New York, 2008).

MURPHY, Austin. **An Analysis of the financial Crisis of 2008: Causes and Solutions**, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>.

NELSON, Scott Reynold. **Railroad history**, Railway & Locomotive Historical Society, Ed. 182-183, 2000.

PARKER, Selwyn. **O Crash de 1929: As lições que ficaram da Grande Depressão**. Editora Globo, 2009 (traduzido da edição original americana de 1929 - The Great Crash: How the Stock Market Crash of 1929 Plunged the World Into Depression. Piatkus Books).

PHILLIPS, Kevin P. **The emerging Republican majority**. Arlington House, 1969.

POLANYI, Karl. **A Grande Transformação: As origens de nossa época**. Elsevier Editora, 2000 (traduzido da edição original do idioma inglês, 1972 – The Great Transformation, Rinehart & Company).

PRADO, Luiz Carlos Delorme. **A Economia Política da Grande Depressão da Década de 1930 nos EUA: Visões da Crise e Política Econômica, Semelhanças e Diferenças com a Crise Atual**.

Disponível em: <<http://ww.ie.ufrj.br/datacenterie/pdfs/seminarios/.../texto1509.pdf>>.

REDISH, Angela. **Bimetallism: an economic and historical analysis**. Cambridge University Press, 2000.

RESENDE, André Lara. **Em plena crise: uma tentativa de recomposição analítica**. Instituto de Estudos de Política Econômica (Iepe), Casa das Garças, Rio de Janeiro, dezembro de 2008.

RINGENBACH, Paul T. **Tramps and Reformers, 1873-1916: the discovery of unemployment in New York**. Greenwood Press, 1973.

ROTHBARD, Murray N. **A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II – Ludwig von Mises Institute 2002**.

ROTHBARD, Murray N. **America's Great Depression**. Ludwig von Mises Institute 2000.

SCHUMPETER, Joseph. **A Teoria do Desenvolvimento Econômico**. Nova Cultural, São Paulo, 1988.

SCHUMPETER, Joseph. **Business Cycles: A Theoretical, History and Statistical Analysis of the Capitalist Process**. New York & London, McGraw-Hill, 1961.

SCHUMPETER, Joseph. **The Present World Depression: A Tentative Diagnosis**. American Economic Review, vol. 21, no. 1, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, Mar 1931.

SHARPE, William F. **The capital asset pricing model: a "multi-beta" interpretation**. Graduate School of Business, Stanford University, 1973.

SHARPE, William F. **Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk**, Journal Finance, Setembro 1964.

SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. **Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. Editora Campus - Elsevier, Rio de Janeiro, 2008.

SNYDER, Carl. **The World-Wide Depression of 1930**. American Economic Review, vol. 21, no. 1, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, Mar 1931.

SNYDER, Carl. **Capitalism, the Creator: The Economic Foundation of Modern Industrial Society**. Arno Press and The New York Times, 1972.

SORKIN, Andrew Ross. **Too Big To Fail**. Penguin Books, 2010.

SORNETTE, Didier. **Why stock markets crash: critical events in complex financial systems**. Princeton University Press, 2003.

SOROS, George. **O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros**. Agir, 2008.

STIGLITZ, J. **Latin American Development and the Post Washington Consensus**. Conference on Development Banks, Belo Horizonte March, 2006.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. **A Mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano**, in J. L. Fiori (org.). Vozes, 2004.

TAYLOR, Lance; O'CONNELL, Stephen A. **A Minsky Crisis**. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, Supplement. (1985). The Quarterly Journal of Economics is currently published by The MIT Press.

Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%281985%29100%3C871%3AAMC%3E2.0.CO%3B2-O>> .

TOBIN, James. **A General Equilibrium Approach to Monetary Theory**. Journal of Money, Credit and Banking, vol. 1, no. 1. (feb. 1969).

TVEDE, Lars. **Business cycles: from John Law to the Internet crash**. London: Rotledge, 2001.

UTLEY, Andrew Jackson. **Bimetallism**. Read Books, 2007.

VEBLEN, Thorstein. **The theory of the leisure class: An economic study in the evolution of institutions (1899)**. New York: Cosimo Inc., 2007.

VEBLEN, Thorstein. **Imperial Germany and the industrial revolution**. Transaction Publishers, 1990.

VEBLEN, Thorstein. **Conspicuous consumption**. Penguin Books, 2006.

VINER, Jacob. **Balanced Deflation, Inflation or more Depression**. University of Minnesota Press, 1933.

WILLIAMSON, J. **What Washington means by policy reform**. Em J. Williamson (org.) Latin American adjustment: how much has happened?. Institute for International Economics, Washington D.C., 1990.

WILLIAMSON, J. **Democracy and the Washington Consensus**. World Development vol. 21, no. 8, 1993.

WOLF, Martin. **A Reconstrução do Sistema Financeiro Global** (tradução da edição original americana: Fixing Global Finance – The Johns Hopkins University Press, 2008) de. Editora Campus - Elsevier, Rio de Janeiro, 2009.

WOLFSON, Martin H. **Irving Fisher's Debt-Deflation Theory: It's Relevance to Current Conditions**. Cambridge Journal of Economics 20, 1996.

_____. **American Monetary Policy, 1928-1941**, New York: Harper & Row, 1971.

_____. *Economic Report of the President transmitted to the Congress* - February 2010, together with the annual report of the council of economic advisers.