

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

THIAGO SILVEIRA

**A CRISE DE 1929 E A CRISE DO *SUBPRIME*: UMA ANÁLISE COMPARATIVA
DA ECONOMIA DOS ESTADOS UNIDOS**

Porto Alegre

2017

THIAGO SILVEIRA

**A CRISE DE 1929 E A CRISE DO *SUBPRIME*: UMA ANÁLISE COMPARATIVA
DA ECONOMIA DOS ESTADOS UNIDOS**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Relações Internacionais, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

Porto Alegre

2017

CIP - Catalogação na Publicação

Silveira, Thiago
A CRISE DE 1929 E A CRISE DO SUBPRIME: UMA
ANÁLISE COMPARTIVA DA ECONOMIA DOS ESTADOS UNIDOS /
Thiago Silveira. -- 2017.
80 f.
Orientador: Fernando Ferrari Filho.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Relações
Internacionais, Porto Alegre, BR-RS, 2017.

1. Economia. 2. Crises econômicas. 3. Crise de
1929. 4. Crise de 2008. 5. Relações Internacionais.
I. Ferrari Filho, Fernando, orient. II. Título.

THIAGO SILVEIRA

**A CRISE DE 1929 E A CRISE DO *SUBPRIME*: UMA ANÁLISE COMPARATIVA
DA ECONOMIA DOS ESTADOS UNIDOS**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Relações Internacionais, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovado em: Porto Alegre, 05 de janeiro de 2018.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho – Orientador

UFRGS

Prof. Dr. Carlos Schonerwald – Avaliador

UFRGS

Prof. Dr. Ricardo Dathein – Avaliador

UFRGS

A todos e todas cotistas e estudantes de baixa renda desse Brasil.

Sempre lembrem que vocês também podem.

AGRADECIMENTOS

Este trabalho, evidentemente, não teria sido possível sem a ajuda e o apoio de diversas pessoas que contribuíram, direta ou indiretamente, na confecção do mesmo ou no meu caminho durante a graduação.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à República Federativa do Brasil, a qual possibilitou e financiou meus estudos em uma universidade pública de excelência. Nesse ínterim, um agradecimento especial devo à Lei de Cotas, implantada em 2012, a qual foi criada para ser uma das principais ferramentas de ampliação das oportunidades sócio-educacionais no Brasil, e me deu a oportunidade, depois de muitos estudos e muita luta, de romper com as barreiras de classe desse país tão desigual.

Agradeço à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, em suas diversas instâncias de pesquisa, corpo docente, discente, servidores e funcionários terceirizados. Esses últimos merecem um agradecimento mais que especial, em função da ótima qualidade do serviço prestado, a qual é inversamente proporcional à valorização e ao reconhecimento recebidos.

Agradeço à minha mãe, Mariete da Silveira, por ter possibilitado a minha formação ao longo da vida e nunca ter medido esforços para me dar do bom e do melhor.

Agradeço a todos professores que, em maior ou menor grau, contribuíram para a minha formação acadêmica ao longo dos anos.

Agradeço a todos os amigos que fiz ao longo da faculdade. Peço perdão de antemão caso algum nome tenha sido negligenciado em função da minha escassez de memória. Ana Clara Lima, Antonella Aita, Julia Martins e Róbinson Breunig, a faculdade teria sido muito mais difícil não fosse a companhia de vocês. Um agradecimento a todos os colegas do curso de Relações Internacionais, em especial: Ricardo Glesse, Thales Machado, Victor Abreu, Bruno Gastal, Sérgio Tessuto e Airton Gregório. Um agradecimento mais que especial aos queridos e às queridas: Alexandre Teitelbaum, Marcos Zaffari, Tiago Baldasso, Felipe Gomes, Willian Moraes Roberto, João Arthur Reis, Luís Felipe Eick, Joana Vaccarezza, Marina Felisberti e Patrícia Machry. Vocês me deram esperança em momentos de baixa e me ensinaram o valor de uma amizade. Por fim, ao Luís Felipe Eick, fica o meu muito obrigado por toda a parceria e paciência perante às minhas oscilações de humor durante confecção do trabalho. Sem a tua ajuda e as grandes quantidades de pizza e séries na Netflix, o presente trabalho não teria sido confeccionado.

“They gave us money and in return we gave them the world.”

The Lie We Live – Spencer Cathcart

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo principal realizar uma análise comparativa das crises econômicas de 1929 e de 2008 com base em um referencial teórico pós-keynesiano. Mais especificamente, o trabalho visa mostrar as origens e os desdobramentos das respectivas crises sobre a economia dos Estados Unidos. Para tanto, utilizar-se-á uma análise interpretativa da literatura econômica sobre os dois períodos supracitados. Ademais, utilizar-se-ão análises estatístico-descritivas como forma de validar e agregar às afirmações feitas durante o desenrolar do trabalho. Dentre as principais conclusões do trabalho, pode-se destacar que a desregulamentação dos mercados financeiros e a especulação financeira estão no cerne das duas crises. Nos dois momentos, há um aumento da especulação financeira atrelada a posições de endividamento *ponzi*, que fragilizaram a economia estadunidense e levaram-na ao posterior colapso. Outra conclusão que se chega com o trabalho é que os impactos nas variáveis macroeconômicas da economia norte-americana foram muito maiores na Grande Depressão (GD) do que na Crise Financeira Internacional (CFI). Parte disso pode ser explicado pela resposta dos Estados Unidos às crises nos dois momentos, onde também se nota uma grande diferença de padrão. Com o advento da crise do *subprime* e a consequente Crise Financeira Internacional (CFI), as Autoridades Econômicas (AE) dos Estados Unidos demonstraram uma resposta muito mais ativa do que a demonstrada na Grande Depressão. Convalidando-se a hipótese central do trabalho, mostra-se que os Estados Unidos, na crise de 2007-2008, tenderam a adotar mais políticas anticíclicas como forma de mitigar os efeitos da crise, em vez do receituário liberal de ajuste fiscal e contração de gastos, adotado no período posterior ao *crash* de 1929.

Palavras-chave: Crises financeiras; Grande Depressão; Crise do *Subprime*; Estados Unidos; Análise comparativa.

ABSTRACT

The main objective of this paper is to perform a comparative analysis of the financial crises of 1929 and 2008, based on a post-Keynesian theoretical framework. More specifically, this paper aims to show the origins and consequences of the respective crises within the US economy. To do so, an interpretative analysis of the economic literature will be conducted on the two periods mentioned above. In addition, statistical-descriptive analyses will be used as a way of validating and expanding upon the statements made during the course of the paper. This study highlights how the deregulation of financial markets and financial speculation were at the heart of both crises. At both times, there was an increase in financial speculation tied to ponzi debt positions, which weakened the US economy and led to the subsequent collapse. This paper also concludes that the impacts on the macroeconomic variables of the American economy were much more depreciative in the Great Depression (GD) than in the International Financial Crisis (IFC). Part of this can be explained by the United States' different response to the two crises. With the advent of the subprime crisis and the ensuing IFC, the United States Economic Authorities demonstrated a much more active response than the one demonstrated in the Great Depression. So, the central hypothesis of the work is validated: The United States responded to the 2007-2008 crisis with more countercyclical policies, instead of liberal prescriptions of fiscal adjustment and contraction of expenditures that it enacted after the crash of 1929.

Keywords: Financial crises; Great Depression; Subprime Crisis; United States; Comparative Analysis.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Utilização da capacidade instalada nos Estados Unidos, 1925 - 1934 (%).....	28
Tabela 2 – Investimento em alguns países (em % do PIB), 1926 – 1937.....	28
Tabela 3 – Mercados de derivativos (US\$ trilhões), 2006.....	38
Tabela 4 – Dívida bruta dos setores dos Estados Unidos (fim de período, % do PIB)	40
Tabela 5 – Dívida líquida dos setores norte-americanos (fim de período, % do PIB)	40
Tabela 6 – Origem das hipotecas, 2001-2006	46
Tabela 7 – Perdas em securities (US\$ bilhões)	48

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de Redesconto do FED de Nova Iorque (%), 1921-1929	24
Gráfico 2 – Índice Dow Jones Industrial, mensal (outubro de 1928=100), 1928-1932.....	26
Gráfico 3 – Produção Industrial em diferentes países (1929=100)	27
Gráfico 4 – Índice PIB Real (1929=100) e Taxa de Desemprego (%), 1929-1937.....	29
Gráfico 5 – Conta Corrente dos Estados Unidos (US\$ bilhões, preços correntes), 1980 – 2015	35
Gráfico 6 – Resultado Fiscal Primário dos Estados Unidos (US\$ bilhões, preços correntes), 1980-2015.....	35
Gráfico 7 – Taxa de juros do FED de Nova Iorque (%)	39
Gráfico 8 – Atividade do mercado secundário no total de empréstimos bancários.....	44
Gráfico 9 – Participação dos ARM nos empréstimos subprime nos Estados Unidos.	46
Gráfico 10 – Índice de preços das residências nos Estados Unidos (2000=100), 2000 - 2011	47
Gráfico 11 – Capitalização de 51 bolsas de valores (US\$ trilhões), mensal, 2005 a 2009.....	48
Gráfico 12 – Volume de Comércio Mundial em comparação com exportações e importações dos Estados Unidos e Zona do Euro (variação % com o ano anterior), 2006 – 2016	49
Gráfico 13 – Índice de gastos com consumo pessoal por trimestre nos Estados Unidos (2008Q3=100), 2006 - 2010.....	50
Gráfico 14 – Produção Industrial Total (2008Q1=100), 2006 – 2014.....	50
Gráfico 15 – Índice PIB Real (2007=100) e Taxa de Desemprego (%), 2003 – 2016.....	51
Gráfico 16 – Gastos governamentais (US\$ bilhões), 1929-1939	62
Gráfico 17 – Evolução da Taxa de Juros, meses após a crise, 1929 e 2008	63
Gráfico 18 – Gastos governamentais dos Estados Unidos (% do PIB), 2006-2014.....	65
Gráfico 19 – Resultado Fiscal dos Estados Unidos (% do PIB), 2006-2012	66
Gráfico 20 – Índice PIB Real para os Estados Unidos, (2007=100 e 1929=100), 1929-1937 e 2007-2015.....	67
Gráfico 21 – Taxa de desemprego para os Estados Unidos (%), 2007-2015 e 1929-1937.....	67
Gráfico 22 – Utilização da capacidade instalada dos Estados Unidos (%), 2005-2014 e 1925- 1934.....	68
Gráfico 23 – Investimento total dos Estados Unidos (% do PIB), 2008-2016 e 1929-1937 ..	69

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – “Truth Table” de opções de políticas	58
Figura 2 – “Truth Table” de opções de políticas para 1929-1933 e 2007-2008.....	70

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estágios do ciclo minskyano	56
--	----

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

AE – Autoridade Econômicas

ARM – *Adjustable-rate mortgage*

CDO – *Collateralized Debt Obligation*

CFI – Crise Financeira Internacional

EUA – Estados Unidos da América

FED – *Federal Reserve System*

FMI – Fundo Monetário Internacional

GD – Grande Depressão

PIB – Produto Interno Bruto

SMI – Sistema Monetário Internacional

TAF – *Term of Auction Facility*

TARP – *Trouble-asset Rescue Program*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	14
CAPÍTULO 1	18
1.1 O período pós-I Guerra Mundial	18
1.1.1 Os “anos dourados”	21
1.2 Efeito Ponzi e especulação desenfreada	22
1.3 Os números da crise.....	25
1.4 Considerações preliminares	29
CAPÍTULO 2	32
2.1 “Império Americano” e globalização financeira na virada do século XX.....	32
2.2 A desregulamentação nos Estados Unidos e a bolha subprime	41
2.3 O estouro da bolha e as consequências	46
2.4 Considerações preliminares	51
CAPÍTULO 3	53
3.1 A hipótese da instabilidade financeira	53
3.2 O aparato histórico-institucional em comparação	58
3.3 Os EUA frente às crises	61
3.4 Os números em comparação	66
3.5 Considerações preliminares	69
CONCLUSÃO	71
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	75

INTRODUÇÃO

Em setembro de 2008, com a declaração de falência do banco Lehman Brothers, nos Estados Unidos (EUA), a bolha do *subprime* explodiu e desencadeou a Crise Financeira Internacional (CFI), o que para alguns analistas é a maior crise econômica internacional desde a Grande Depressão (GD) de 1929-1933. Economistas de cunho heterodoxo, como Serrano (2008), nos argumentam que a crise tem suas origens na globalização financeira iniciada na década de 1980, a qual desregulou os mercados financeiros internacionais e incitou ainda mais a especulação financeira. Essa desregulamentação financeira, associada ao enfraquecimento das instituições financeiras norte-americanas e a um período de expansão creditícia no começo do século XXI, fizeram com que uma bolha especulativa se montasse sobre o mercado hipotecário norte-americano (DUMÉNIL e LÉVY, 2014). A situação começa a se mostrar insustentável em fins de 2006, quando os preços das hipotecas, que tinham atingido o seu auge (e se descolado do seu valor real), começam a se desvalorizar. Com a declaração de falência e pedido de refinanciamento de vários bancos norte-americanos¹, a crise se deflagra no terceiro trimestre de 2008. Os mercados de ações despencavam por toda parte, as taxas de câmbios oscilavam abruptamente e os empréstimos interbancários eram interrompidos (MORRIS, 2009). Com a consequente escassez de crédito, o pânico de uma nova depressão semelhante à de 1930 se espalhava não somente nos EUA, mas no mundo todo.

No dia 24 de outubro de 1929, na chamada quinta-feira negra, o mercado acionário estadunidense teve a sua maior queda histórica até então. Um processo de desconfiança e contração de crédito foi desencadeado e a economia norte-americana entrou em um período de recessão por muitos anos, tendo seu vale em 1933. De acordo com Polanyi (2000), as condições político-econômicas apresentadas no período pós-Primeira Guerra Mundial impediram a cooperação e o equilíbrio das relações internacionais para a década posterior ao conflito, dificultando a estabilidade econômico-financeira dos países no período. Os países mostravam situações econômicas assimétricas durante a década de 1920. Enquanto países europeus demonstravam péssimos índices econômicos, a economia norte-americana² começava a demonstrar um grande nível de atividade na década de 1920; houve uma expansão geral do consumo e da renda, o que fez com que um sentimento especulativo tomasse conta da economia

¹ Estima-se que, entre 2008 e 2010, mais de 300 bancos estadunidenses tenham declarado falência.

² Entende-se neste trabalho a problemática do uso do gentílico “norte-americano” para designar pessoas nascidas nos Estados Unidos, visto tal adjetivo pátrio não ser honesto para com todos os países norte-americanos. Entretanto, em função de estética de escrita, por vezes o adjetivo “estadunidense” será substituído por outro (não) equivalente, como: americano (a), norte-americano (a), etc.

estadunidense. Conseqüentemente, houve um alto endividamento das famílias e uma inflação de ativos, que não mais correspondiam ao seu valor real, e a economia norte-americana começa a se mostrar vulnerável nos anos finais da década de 1920 (GALBRAITH, 2010). No ano de 1929, vários indicadores econômicos da economia estadunidense já demonstravam queda (GAZIER, 2014). Com a posterior queda das bolsas, a partir da quinta-feira negra, a situação econômica se mostra insustentável e a crise é deflagrada.

As referidas crises mencionadas têm semelhanças e diferenças e suscitam muitos debates. Desse modo, no que tange a crises, Kindleberger (1978) nos diz que somente entre o período de 1720 e 1987 o mundo passou por mais de 300 crises financeiras. Muitas delas são aparentemente semelhantes, mas cada uma com possui sua natureza distinta. Arrighi (1994) nos diz que as crises financeiras são do *modus operandi* do capitalismo; que são resultados dos ciclos de expansão que a economia perpassa.

Tendo também como base a ideia de que as crises são resultado do funcionamento do sistema capitalista, Hyman Minsky (1982) apresenta uma interpretação teórica, chamada de “hipótese da instabilidade financeira”, a qual é uma variante da uma teoria Keynesiana, mais especificamente da *Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda*, de J.M.Keynes. Segundo o autor, o capitalismo gira em torno de instabilidade e estabilidade financeira. Uma situação de crescimento estável se transforma, através da mudança endógena do comportamento dos agentes econômicos, em um crescimento frágil. Com a conseqüente fragilização das instituições financeira e da regulamentação das finanças, a economia se torna frágil e suscetível a crises (MINSKY, 1982).

Portanto, caberia ao governo intervir e controlar a economia, principalmente as instituições e a evolução das finanças, no sentido de garantir o pleno emprego e uma inflação controlada, em busca do que o autor chama de “estrutura financeira robusta” (MINSKY, 1982). Levando em conta a teoria pós-keynesiana e a inexistência de um equilíbrio de longo prazo ou o que Minsky chama de “centro de gravidade”, o Estado acaba por obter papel central nas decisões de uma economia. Âncoras monetárias e instituições robustas são fundamentais, segundo Minsky (1982), para a organização do processo produtivo, neutralizando conflitos e melhorando as expectativas dos agentes econômicos.

Diante deste contexto, o presente trabalho tem como **objeto de pesquisa** as duas crises econômicas mais impactantes que o mundo já vivenciou: a de 1929-1933 e a de 2007-2008. Assim, o trabalho tem três **objetivos** principais:

- i) mostrar as origens e desdobramentos das duas crises;
- ii) mostrar os desdobramentos das duas crises nas principais variáveis macroeconômicas dos EUA;
- iii) analisar comparativamente as duas crises em suas origens, desdobramentos e a resposta que os EUA deram para mitigar os efeitos depressivos.

Os três objetivos acima buscam, por fim, responder à **hipótese** principal deste trabalho; qual seja, de que os EUA, na crise de 2007-2008, tenderam a adotar mais políticas anticíclicas como forma de mitigar os efeitos da crise, em vez do receituário liberal de ajuste fiscal e contração de gastos, adotado no período posterior ao *crash* de 1929.

A **justificativa** do trabalho dá-se pelo fato de os EUA serem o epicentro das duas crises (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012) e pela qualidade e credibilidade de dados para análise. Uma vez que a análise de resposta dos países às crises está sempre no debate econômico, o trabalho torna-se importante ao clarificar questões fundamentais às análises supracitadas, além de esclarecer preceitos teóricos e suas correntes. Tendo em vista um dos preceitos básicos da teoria pós-keynesiana de que a economia não é estática e, muito pelo contrário, está sempre em mutação, as análises feitas no presente trabalho sempre levarão em conta o fator histórico. Assim, é importante ter ciência em que medida os instrumentos de política anticíclica usados em 2008 estavam disponíveis em 1929 é sempre um fator a se levar em conta.

A **metodologia** utilizada no trabalho será uma revisão bibliográfica sobre as duas referidas crises. Ademais, serão analisados indicadores econômicos ao longo do trabalho como forma de validar as afirmações. As fontes dos dados estatísticos serão principalmente, *IMF WEO Database*, *OECD* e *Federal Reserve Economic Data*.

Para tanto, o presente trabalho se divide, além dessa introdução, em três capítulos e uma conclusão. No primeiro capítulo, busca-se explicar as principais origens e desdobramentos da crise de 1929-1933, originada com o *crash* da bolsa de Nova Iorque em outubro de 1929. No segundo capítulo, busca-se fazer o mesmo para a CFI, originada com o estouro da bolha *subprime*. No terceiro capítulo, através da análise dos dois primeiros capítulos, busca-se traçar semelhanças e diferenças entre as duas respectivas crises explorando os seguintes pontos: i) o ambiente institucional pré-colapso; ii) os impactos e desdobramentos das crises nas principais variáveis macroeconômicas; e iii) a resposta que os EUA deram para mitigar os efeitos de

ambas as crises. Por último, na conclusão, busca-se analisar se todos objetivos do trabalho foram atingidos e se a hipótese apresentada é validada.

CAPÍTULO 1

Excesso de investimento, superprodução, contração monetária, especulação desenfreada e concentração de renda são algumas das mais variadas explicações para a crise da Grande Depressão (GD) de 1929-1933. Muda a interpretação para a crise e o que fica são dados e fatos de uma das maiores recessões econômicas que o planeta vivenciou. De acordo com Bernanke (2004, p.1):

“[d]urante a principal fase de contração da depressão, entre 1929 e 1933, a produção real nos Estados Unidos caiu quase 30 por cento. Durante o mesmo período, a taxa de desemprego subiu de cerca de 3 por cento para quase 25 por cento, e muitos dos que tinham a sorte de ter um emprego conseguiam trabalhar em turno parcial. [...] Outras características do declínio de 1929-33 incluem uma acentuada deflação, bem como um mercado de ações despencando, difundindo falências bancárias, e uma onda de calotes e falências por parte das empresas e das famílias.”

Diante de tais características, Minsky (1982) nos mostra que períodos de crise e instabilidade financeira são características intrínsecas dos ciclos econômicos. Para o autor, o capitalismo possui falhas inerentes e inescapáveis. A tranquilidade e o sucesso não são estados autossustentáveis, pois uma estrutura financeira robusta pode transformar-se, endogenamente, em uma estrutura financeira frágil (MINSKY, 1982). Tendo em vista tais preceitos, e a ideia de Arrighi (2016) de que as crises são o *modus operandi* do capitalismo, e que ciclos de expansão são seguidos de ciclos de contração, as décadas de 1920 e 1930 podem ser consideradas, respectivamente, períodos de expansão e contração.

Assim, o primeiro capítulo deste trabalho busca explicar as principais características dos períodos supracitados. Busca-se aqui deixar nítido de que forma o grande período de expansão econômica dos EUA, após a Primeira Guerra Mundial, e a especulação desenfreada do mesmo período culminaram no *crash* de 1929 e na GD.

1.1 O período pós-I Guerra Mundial

Para entender como ocorreram o *crash* da bolsa de valores de 1929 e a GD é preciso se ter em mente as grandes assimetrias econômicas no período seguinte à Primeira Guerra Mundial, que vão se intensificar e demonstrar as fragilidades sistêmicas com o advento da crise. Segundo Polanyi (2000), as condições políticas e econômicas apresentadas logo após o grande conflito bélico impediram a reconstrução de um equilíbrio internacional. A maioria das análises

de conjuntura econômica mundial dos séculos XIX e XX nos mostra que, entre o período de 1918-1939, houve muito mais instabilidade e assimetria que no período de 1870-1913. De acordo com Gazier: “[no período de 1918-1939] as evoluções da produção ou das trocas, em alta ou em baixa, são notavelmente discordantes entre os países, enquanto o período de 1870-1913, por exemplo, apresenta uma sincronização muito maior” (GAZIER, 2014, p.31). No que tange a tal afirmação, dois fatores precisam ser levados em conta: (i) o sistema monetário e financeiro internacional frágil pós-Primeira Guerra Mundial; e (ii) as tensões e saturações de inúmeros mercados internacionais.

O Sistema Monetário Internacional (SMI) na década de 1920 é marcado por uma característica principal: a tentativa de volta ao padrão-ouro sob um contexto de instabilidade (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012). Com o fim do conflito internacional, as autoridades econômicas de diversos países entendem que a melhor forma de se voltar à prosperidade econômica de fins do século XIX era com a volta do padrão-ouro, ou seja: taxas de câmbio fixas aliadas à adoção da livre mobilidade de fluxos de capitais. Entretanto, a conjuntura econômica internacional à época mostrava muitas assimetrias. Países como Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia saíram devastados economicamente após a Guerra e apresentavam hiperinflação e dívidas exorbitantes³ (GAZIER, 2014), ao passo que países como os Estados Unidos saíram da Guerra como grandes credores internacionais (EICHENGREEN, 2000). Assim, com o estabelecimento do padrão câmbio-ouro na Conferência Internacional de Gênova, em 1922, o SMI passa a consolidar grandes assimetrias. Como nos mostra Ferrari Filho e Silva (2012, p.5):

“A assimetria das taxas de câmbio e dos fluxos de pagamentos referentes às reparações e dívidas da Guerra, em conjunto com a instabilidade dos fluxos de capital, aprofundaram os desequilíbrios entre os países. Algumas economias passaram a registrar contínuos déficits em conta correntes, os quais reduziam suas reservas em ouro e moeda estrangeira, ao passo que outras desfrutavam de persistentes superávits e acúmulo de reservas.”

Portanto, com o estabelecimento do novo padrão câmbio-ouro, dois problemas potenciais se revelaram e passaram a aprofundar as assimetrias dos países e, conseqüentemente,

³ “Entre os principais países a restabelecer a conversibilidade em ouro estavam aqueles que tinham sofrido *hiperinflação*: Áustria, Alemanha, Hungria e Polônia. Nesses países, a inflação havia sido alimentada pelo papel-moeda usado para financiar déficits orçamentários dos governos. Ao cabo de algum tempo, o problema terminou por gerar sua própria solução. A oposição a aumentos nos impostos e cortes nos gastos foi posta em segundo plano em face do trauma da inflação descontrolada e do colapso da economia monetária. As taxas de câmbio foram estabilizadas na Áustria em 1923, na Alemanha e na Polônia em 1924, e na Hungria em 1925. Esses países emitiram novas moedas cujo volume em circulação era regulado por provisões contidas na legislação do padrão ouro. As reservas eram reabastecidas por empréstimos endossados pela Liga das Nações. Como condição para essa ajuda externa, fortaleceu-se a independência dos bancos centrais.” (EICHENGREEN, 2000, p.77-78).

afetar suas relações internacionais. O primeiro deles é a paridade com que as moedas dos países foram instauradas, em muitos casos inadequada, diante dos diferentes níveis vigentes de inflação⁴. E, segundo, as dificuldades e desigualdades competitivas entre os países foram “agravadas a partir dessas novas taxas, especificamente através de pressões sobre as reservas, impediram uma política de coordenação em nível mundial, como havia sido no sistema padrão-ouro tradicional.”⁵ (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012, p.5).

Aliado aos problemas supracitados, a situação dos grandes mercados internacionais de matérias-primas, produtos agrícolas e industriais, à época, também não era otimista. O nível de preços para os referidos produtos mostrava leve queda e as trocas internacionais não eram tão otimistas (GALBRAITH, 2014). Ademais, a Europa perdia cada vez mais espaço no comércio e na produção mundial. Em 1913, Inglaterra, Alemanha e França exportavam juntas mais de 60,0% dos bens manufaturados do mundo. Com o advento da Guerra, essa porção caiu quase 50,0%, e os Estados Unidos e o Japão passaram a dominar os mercados de manufaturas mundiais, inclusive para fornecer bens aos países europeus devastados após a Guerra (GAZIER, 2014; KENNEDY, 1987).

Em suma, os países europeus apresentavam graves problemas de escoamento da produção e as indústrias de base estavam bastante envelhecidas, resultando, assim, a um processo de protecionismo como forma de política econômica, dificultando a dinâmica do comércio internacional. De acordo com Gazier (2014, p.34):

“As dificuldades de recuperação industrial europeia têm como consequência uma fraca demanda de matérias-primas, cuja exportação permitia aos países pouco industrializados suas compras de produtos manufaturados: tudo dependia da continuação da expansão industrial mundial e do equilíbrio dessas balanças de pagamentos periféricos.”

Logo, chega-se à conclusão de que o período pós-Primeira Guerra Mundial e pré-*crash* de 1929 é um período de grandes instabilidades e assimetrias no âmbito internacional. Soma-se a isso o fato de que com a perda de hegemonia do Reino Unido, o Sistema Monetário Internacional deixou claro que não havia um prestador de última instância⁶ para exercer as

⁴ O caso da libra esterlina e do franco francês, por exemplo. Ver mais em Eichengreen (2000).

⁵ Com o passar dos anos e a vinda da crise e da Segunda Guerra Mundial, os países passam a abandonar a paridade em função da necessidade de políticas econômicas expansionistas.

⁶ Um prestador de última instância tem o objetivo principal de fornecer crédito aos países em momentos de apertos monetários. Vários autores como Minsky (1982) e Kindleberger e Aliber (2013) evidenciam a importância de um prestador de última instância como regulador das finanças internacionais. Mais sobre o tópico será discutido no capítulo 3 deste trabalho.

funções de regulador internacional (KINDLEBERGER e ALIBER, 2013), dificultando ainda mais a estabilidade internacional.

1.1.1 Os “anos dourados”

Se, por um lado, as grandes economias à época do pós-Primeira Guerra Mundial, em especial as europeias, estavam passando por períodos de instabilidade econômica, por outro, os Estados Unidos passavam por uma era de bonança e altos índices de atividade econômica: os chamados “anos dourados”. No decorrer da Primeira Guerra Mundial, os EUA exportaram quantidades expressivas de *commodities* agrícolas e produtos manufaturados em troca de ouro e divisas estrangeiras. Assim, as reservas de ouro norte-americanas cresceram de US\$ 1,3 bilhão em 1913 para US\$ 4,0 bilhões em 1923⁷ (EICHENGREEN, 2000). Por conseguinte, os EUA saem da Guerra como grandes credores e investidores internacionais, sem a necessidade de fazer esforços de política monetária para restabelecer a conversibilidade do ouro pré-Primeira Guerra Mundial, dada a grande disponibilidade de ouro no país; ao contrário dos países europeus.

Além de tais fatos que impulsionavam a economia estadunidense, e a despeito da rápida crise econômica pela qual os EUA passaram em 1920-21, um *boom* econômico é facilmente visível na década de 1920 (GALBRAITH, 2010; GAZIER, 2014). Uma rápida expansão é notável em vários países do mundo capitalista, mas o caso norte-americano é representativo. Segundo Galbraith (2010, p. 22):

“Entre 1925 e 1929, o número de estabelecimentos industriais aumentara de 183.900 para 206.700; o valor da produção industrial aumentaram de 60,8 bilhões para 68 bilhões de dólares. O índice da produção industrial do Federal Reserve (Banco Central americano), cuja média fora apenas 67 em 1921 (1923-25=100), aumentaram para 110 em julho de 1928 e chegara a 126 em junho de 1929. Em 1926, 4,3 milhões de automóveis foram produzidos⁸. Três anos depois, em 1929, a produção aumentara em 1 milhão, para 5,3 milhões⁹.”

A expansão da produção de petróleo e da borracha foi tão intensa quanto¹⁰. Ademais, a construção civil, motor da economia estadunidense à época, passou por um verdadeiro *boom*

⁷ As reservas em ouro no país, quando comparadas ao total das reservas internacionais, passaram de 26,0 % em 1913 para 45,7% em 1924 (EICHENGREEN, 2000).

⁸ Em 1919, a produção anual de automóveis era de 1,9 milhão de unidades (GAZIER, 2014).

⁹ No que tange à produção automobilística, Limoncic (2009) nos mostra que a introdução da linha de montagem fordista no início da década de 1900 representou uma aceleração no processo de desabilitação da força de trabalho e um aumento espetacular na produtividade dos trabalhadores e da produção de automóveis em toda indústria.

¹⁰ Somente a agricultura continua, em todo o mundo, com baixo crescimento (GAZIER, 2014).

na primeira metade da década de 1920, sendo que em 1926 o valor das novas construções foi da ordem de US\$ 12,0 bilhões (GAZIER, 2014).

Como consequência do dinamismo econômico, a produção, o consumo e o emprego, na primeira metade da década de 1920, eram elevados e em ascensão (GAZIER, 2014). Os salários não subiam muito, entretanto o nível de preços na economia demonstrava considerável estabilidade (GALBRAITH, 2010). Os ganhos empresariais elevavam-se rapidamente, sendo uma época favorável aos negócios. A situação mostrava-se tão próspera que até o presidente Coolidge enviou uma mensagem de otimismo em 4 de dezembro de 1928 ao congresso:

“Nenhum congresso dos Estados Unidos já reunido, ao examinar o estado da União, encontrou uma perspectiva mais agradável do que a de hoje [...] A grande riqueza criada por nossa empresa e indústria, e poupada por nossa economia, teve a mais ampla distribuição entre o nosso povo, e corre como um rio a servir à caridade e aos negócios do mundo. As demandas da existência passaram do padrão da necessidade para a região do luxo. A produção que aumenta é consumida por uma crescente demanda interna e um comércio exterior em expansão. O país pode encarar o presente com satisfação e perceber o futuro com otimismo” (COOLIDGE *apud* HOBSBAWN, 1995, p. 90)

Diante da perspectiva evidenciada pelo Presidente, o cenário parecia muito favorável para a economia norte-americana. O *boom* do consumo, como consequência do crescimento das rendas familiares, começou a elevar as expectativas das famílias e um movimento de especulação cresceu fortemente (CHANCELLOR, 1999). Tal crescimento especulativo vai ser um dos pivôs do *crash* de 1929 e da GD.

1.2 Efeito *Ponzi* e especulação desenfreada

Com o passar da década de 1920, a expansão do consumo e dos lucros dos empresários fazem com que um sentimento especulativo tome conta da economia norte-americana. Embora, como mostra Galbraith (2010), apenas entre 1 e 2 milhões de pessoas, de uma população de aproximadamente 100 milhões, tenha tido acesso ao mercado acionário, o sentimento de oportunidade de enriquecer rápido e facilmente estava no dia a dia de quase todos os cidadãos estadunidenses (CHANCELLOR, 1999).

Minsky (1980), ao mostrar que o capitalismo é intrinsecamente instável e suscetível a crises, argumenta que o sistema é movido por uma incessante busca ao lucro; portanto, é natural que em um cenário onde o crédito aparece como importante financiador do investimento, as posições de endividamento tornem-se cada vez mais arriscadas. Diante desse cenário, Minsky (1982) apresenta três posturas financeiras que os agentes podem aderir ao financiarem suas

tomadas de decisão de endividamento: a posição *hedge*, a especulativa e a *Ponzi*¹¹. A posição *hedge*, segundo o autor, é a posição em que o agente possui compromissos financeiros futuros que podem ser cobertos pela renda futura esperada, sendo essa a posição mais segura que um agente pode tomar. A segunda posição tem como característica principal o fato de que o agente pode assumir compromissos futuros maiores que a sua renda esperada. A posição *Ponzi* é aquela em que o agente extrapola os limites da posição especulativa e, por exemplo, para pagar o serviço da dívida adquirida é necessário recorrer a um endividamento adicional.

Dessa forma, a posição *Ponzi* acaba por ser a mais arriscada de todas e, à medida em que uma economia vai crescendo com estabilidade, as posições dos agentes vão se tornando mais arriscadas para poder inferir lucros maiores (MINSKY, 1982). Tal “efeito *Ponzi*” é explicitamente visto na década de 1920¹² (CHANCELLOR, 1999; GAZIER, 2014; MINSKY, 1982) e a alavancagem através dessas posições mais arriscadas acaba por criar instabilidade, a ponto da economia mostrar-se cada vez mais vulnerável a choques e crises (MINSKY, 1980).

O *boom* imobiliário especulativo no estado norte-americano da Flórida¹³, na década de 1920, foi só um dos primeiros indícios de que a economia dos EUA estava se entregando à especulação. As corretoras de ativos expandiram-se rapidamente na segunda metade da década de 1920 pelos EUA¹⁴; ademais, embora os bancos comerciais estadunidenses à época fossem proibidos de negociar ações, eles contornavam a lei usando organizações subordinadas para vender suas ações e obrigações¹⁵ (CHANCELLOR, 1999), assim, o mercado financeiro começava a se desregulamentar cada vez mais.

Esse mercado acionário era aquecido principalmente pela aposta dos especuladores em dois produtos principais: o automóvel e o rádio. A empolgação dos especuladores por novas

¹¹ De acordo com Deos (2008), a mistura entre as posições *hedge*, especulativa e *Ponzi* é o que determina o grau de instabilidade de uma economia, ao passo que quanto mais posições *Ponzi* a economia mostrar, mais vulnerável e suscetível a crises ela se torna.

¹² Uma das características mais marcantes do mercado acionário na década de 1920 não foi somente a busca desenfreada por novidades especulativas, mas sim o uso da dívida para “piramidar” investimentos e aumentar os ganhos (CHANCELLOR, 1999).

¹³ “O *boom* da Flórida foi a primeira indicação da atmosfera da década de 1920, e a convicção de que Deus pretendia que a classe média americana ficasse rica. Mas que essa atmosfera tenha sobrevivido ao colapso na Flórida é ainda mais notável. Compreendia-se amplamente que a situação desandara na Flórida. Embora o número de especuladores fosse certamente pequeno se comparado a sua posterior participação no mercado de ações, em quase todas as comunidades havia um homem conhecido por ter levado prejuízo à Flórida. [...] Mesmo quando o *boom* da Flórida sofreu um colapso, a fé dos americanos no enriquecimento rápido e sem esforço no mercado de ações tornava-se cada dia mais evidente” (GALBRAITH, 2010, p. 25-26).

¹⁴ Estima-se que entre 1928 e 1929 mais de 600 corretoras de ações foram abertas nos Estados Unidos, um aumento superior a 80,0% (CHANCELLOR, 1999).

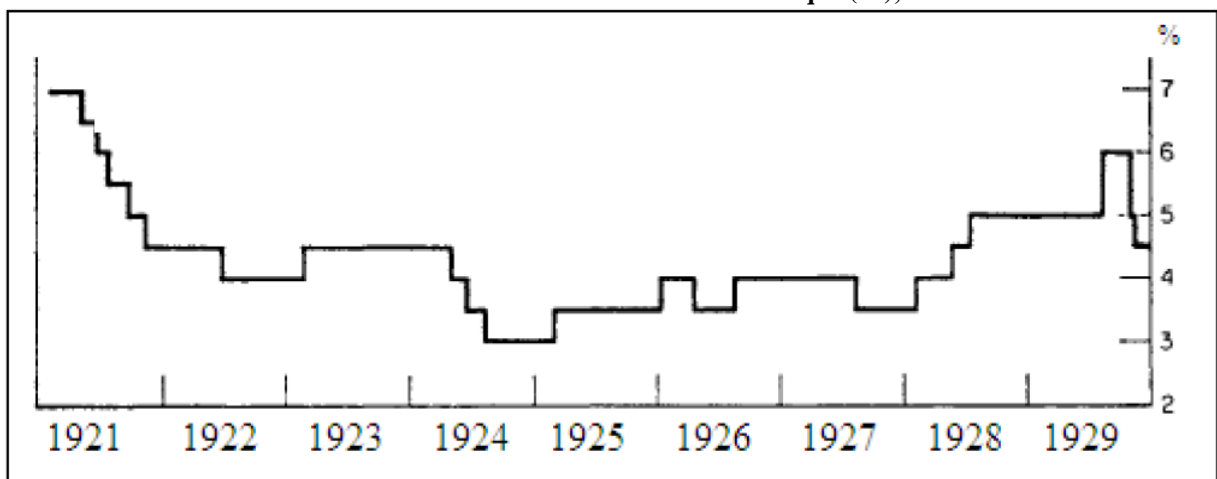
¹⁵ Segundo Chancellor (1999), quem introduziu essa prática após a Primeira Guerra Mundial foi Charles E. Mitchell, presidente do *National City Bank* na época, que fundou o *National City Company* para vender títulos ao público.

tecnologias fez o preço das ações da General Motors subir mais de dez vezes entre 1925 e 1928, um dos avanços mais rápidos na década de 1920 (CHANCELLOR, 1999). Este avanço somente foi superado pela *Radio Corporation of America*:

“ As vendas de aparelhos de rádio aumentaram de 60 milhões de dólares em 1922 para 843 milhões de dólares seis anos depois. [...] A receita da empresa aumentou de 2,5 bilhões de dólares em 1925 para quase 20 bilhões de dólares em 1929, e suas ações subiram de um mínimo de 1,5 dólar em 1921 para 85,5 dólares no início de 1928. [...] A RCA tinha alta alavancagem, não pagava dividendos e expandia-se rapidamente por meio de aquisições. Em 1929 era a ação mais intensamente negociada na Bolsa de Valores de Nova York, onde era conhecida como a “General Motors do Ar.” (CHANCELLOR, 1999, P. 245)

Embora houvesse indícios de que a situação não pudesse se sustentar por muito tempo e que medidas precisavam ser tomadas, o FED de Nova Iorque, assim como o presidente Coolidge e o presidente Hoover, mostrava uma posição passiva e de *laissez-faire* para a situação (CHANCELLOR, 1999; GALBRAITH, 2010). Bueno (2009) nos mostra que as quase não existentes intervenções do FED nos momentos pré- crise tinham pouco impacto nos especuladores. O impacto era muito maior sobre os consumidores de renda mais baixa. Logo, o aumento dos juros em 1928 para 5,0% e em 1929 para 6,0% não afetou os especuladores da forma como esperava o FED, uma vez que esses estavam propensos a pagar preços maiores pelo dinheiro, desde que o rendimento futuro esperado fosse elevado. O Gráfico 1, abaixo, apresenta a evolução da taxa básica de juros do FED de Nova Iorque.

Gráfico 1 – Taxa de Redescuento do FED de Nova Iorque (%), 1921-1929



Fonte: (BUENO, 2009).

Nesse ínterim, se no início da década de 1920 as ações estavam em baixa e estabilizadas, com o passar da década essa arquitetura muda. Deixando a parte alguns poucos momentos em

que o mercado de ações mostrou uma queda, de 1925 a 1929 o volume de transações aumentava, exponencialmente, dia após dia. No segundo semestre de 1924 as cotações dos títulos mobiliários começam a subir e o aumento se estende até 1929 (GAZIER, 2014). Em 1927 que os aumentos começam para valer, e somente irão parar quando há o estouro da bolha. Se, em 1925, o recorde de trocas de ações em um dia girava na casa dos 3 milhões, em novembro de 1928 a quantidade surpreendente de 6.641.250 de ações mudou de mãos em um único dia (GALBRAITH, 2010).

Essa situação de bonança começa a mudar drasticamente em 24 de outubro de 1929, com a chamada quinta-feira negra¹⁶. Entretanto, grandes bancos, liderados pela figura do J.P.Morgan, compraram grandes volumes de ações e o mercado voltou a se estabilizar, com o Índice Dow Jones caindo somente 6 pontos. A situação mostrou-se calma até 28 de outubro, com a segunda-feira negra, em que a crise é violenta (BUENO, 2009).

Os emprestadores à margem estavam demandando de volta os seus recursos aos devedores; dessa forma, esses pedidos de cobertura forçavam os especuladores a venderem suas ações para pagarem, ampliando ainda mais a queda. A terça-feira negra (29 de outubro) foi o último dia de caos e, a partir de então, os índices, como o *Dow Jones Industrial*, iam demonstrar cada vez mais queda, tendo seu vale em 1933 (GAZIER, 2014; CHANCELLOR 1999; BUENO, 2009).

A forte queda nos preços das ações gerou um processo de deflação nos preços dos ativos, bem como o patrimônio das empresas e das famílias foi reduzido, ocasionando impactos sobre os setores financeiros e real da economia. Assim, “houve dificuldades de pagamentos das dívidas acompanhadas por uma forte contração do crédito, bem como ocorreu uma redução do dispêndio corrente, elevando o decréscimo da renda e dos preços, resultando em um processo cumulativo de queda dos preços e do patrimônio, conhecido pela espiral deflacionária.” (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012, p. 7).

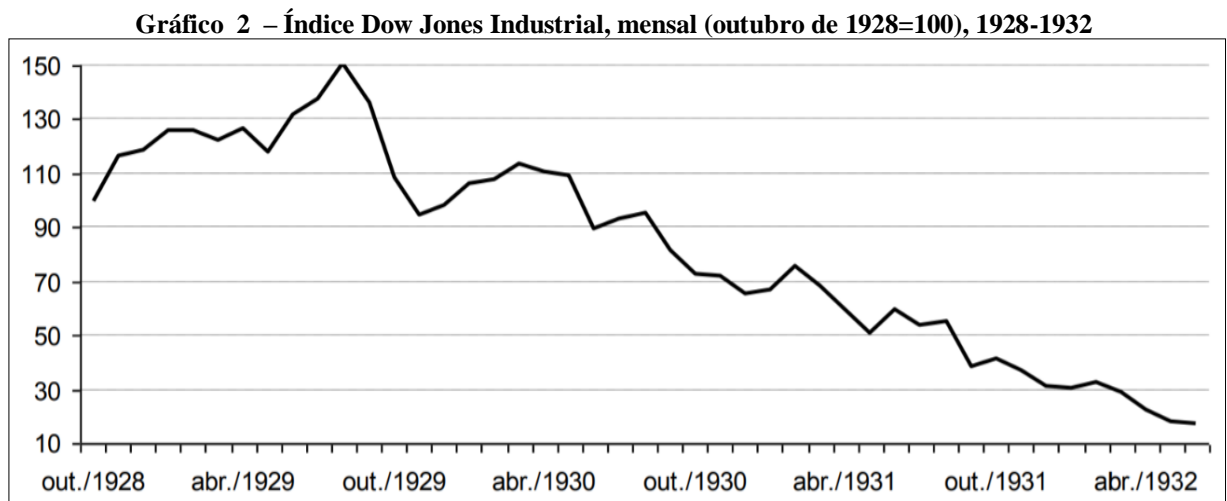
1.3 Os números da crise

O período subsequente ao *crash* da bolsa de Nova Iorque é um dos períodos de maior recessão da história, e seguiu na dianteira até a grande Crise Financeira Internacional (CFI) decorrente da crise do *subprime* de 2008, com a qual a posterior recessão foi bastante

¹⁶ Nesse dia, 12.894.650 ações mudaram de mão a preços muito baixos (GALBRAITH, 2010).

comparada. A severidade da GD de 1930 e as dificuldades em vencê-la ocorrem, de acordo com Souza (2009), pelo caráter universal da crise. Nenhuma nação, com exceção da União Soviética, escapou das consequências da crise. Centros industriais e regiões coloniais sofreram igualmente o impacto do declínio geral; entretanto, as consequências foram mais severas nos Estados Unidos.

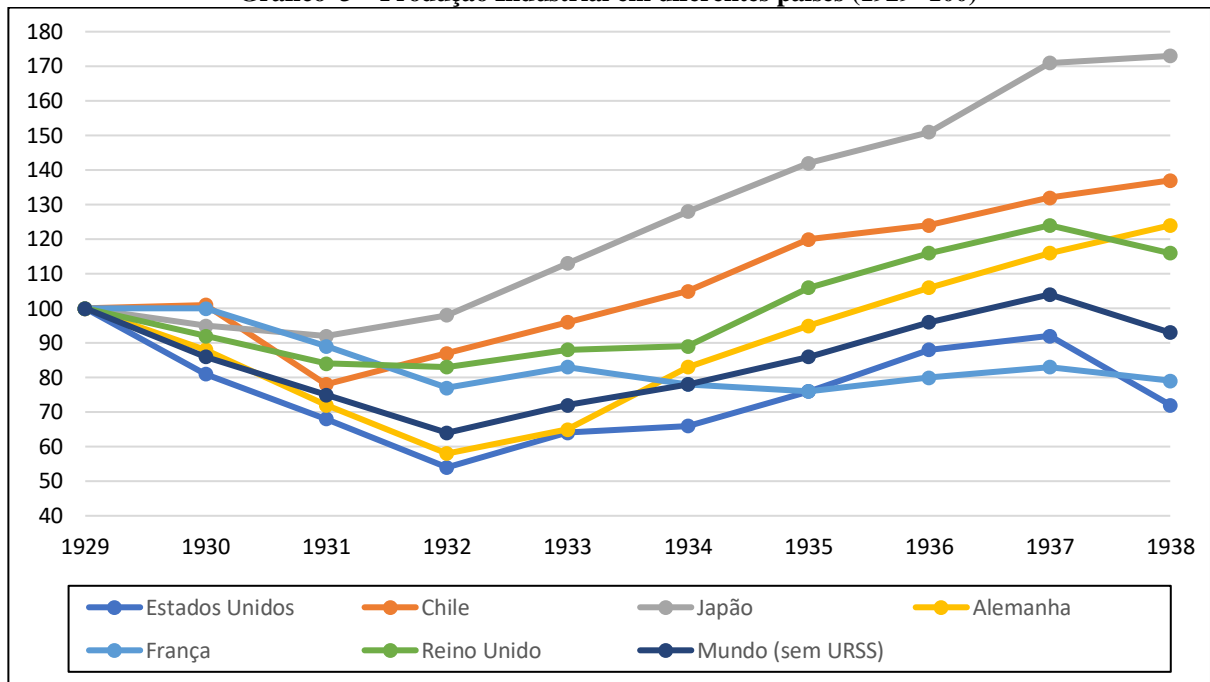
O período em questão é marcado principalmente por uma violenta contração do crédito (*credit crunch*) e pela perda de confiança generalizada, acompanhada de crises bancárias (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012; KINDLEBERGER e ALIBER, 2013). Dos vinte e nove mil bancos que existiam nos EUA em 1921, restaram apenas doze mil em março de 1933¹⁷ (GALBRAITH, 2010). O índice *Dow Jones Industrial* caiu quase 60 pontos em menos de uma semana; em abril de 1932 o Índice (outubro de 1928 = 100), que no pré-*crash* apresentava um valor de 150, passou a ter um valor de 15. O Gráfico 2 apresenta a evolução do Índice *Dow Jones*.



Fonte: (FERRARI-FILHO e SILVA, 2009).

¹⁷ Importante demonstrar aqui a fragilidade das relações internacionais no momento. Com a quebra dos bancos, os empréstimos externos estadunidenses, principalmente para a Europa, são suspensos; a Alemanha, que tinha sido em grande parte financiada, no pós-Guerra, por empréstimos norte-americanos, se vê numa situação de iliquidez de capital (GAZIER, 2014). Como consequência, a reversão do panorama e a instabilidade dos capitais de curto prazo levaram a uma cadeia de sucessivas crises bancárias e de balanços de pagamentos (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012).

Gráfico 3 – Produção Industrial em diferentes países (1929=100)



Fonte: (GAZIER, 2014, p. 11). Elaboração própria.

Ademais, a baixa da produção industrial já se manifestava nos Estados Unidos no decorrer do ano de 1929 (GALBRAITH, 2010). Entretanto, com o desencadeamento da GD, como mostra o Gráfico 3, é que o índice começa a cair para valer. Em 1932, três anos depois do *crash* da bolsa de Nova Iorque, o índice de atividade industrial total nos Estados Unidos, com base 100 em 2009, é de 54, ou seja, reduzida quase à metade. Quando comparado a países como Japão, Reino Unido, Alemanha, França e até mesmo Chile, os Estados Unidos foram o que teve a sua atividade industrial mais retraída no período (Gráfico 3). Países como o Japão mal sentiram o impacto da crise e em 1932 já mostravam valores quase iguais ao período pré-*crash*.

A atividade econômica nos EUA desabou. A renda nacional produzida diminuiu de US\$ 81,0 bilhões em 1929 para US\$ 40,0 bilhões em 1932, uma queda de 50,0%. O valor dos contratos das construções efetuadas diminuiu 84,6%, mostrando como a construção civil foi abalada (SOUZA, 2009). Grande parte da estrutura industrial do país estava parada. A ociosidade do aparato produtivo (Tabela 1) subiu de 9,0% em 1925 para 42,0% em 1934.

Tabela 1 – Utilização da capacidade instalada nos Estados Unidos, 1925 - 1934 (%)

1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934
91	89	83	82	83	66	53	42	52	58

Fonte: (SOUZA, 2009, p. 19). Elaboração própria.

Resultante do otimismo econômico dos agentes na década de 1920, a produção de bens industriais havia ultrapassado a demanda do consumo e dos investimentos (GALBRAITH, 2010). As empresas tinham estimado mal o aumento da demanda e acumulado estoques maiores do que suas necessidades mais tarde constatadas. Em consequência, as compras foram reduzidas e isso levou a um corte na produção e no investimento. Dessa forma, com uma demanda em contínua queda, o ritmo de crescimento dos investimentos e dos preços¹⁸ mostrou o mesmo comportamento (GAZIER, 2014; CHANCELLOR, 1999; GALBRAITH, 2014). Associado a esse problema, as taxas de juros em 1929 estavam crescendo, demonstrando dificuldade de financiamento de investimento para as empresas (e mais lucros para os especuladores). O investimento como participação no PIB, que em 1929 era 17,6% nos EUA, caiu para 8,8% em 1933, como mostra a Tabela 2.

Tabela 2 – Investimento em alguns países (em % do PIB), 1926 – 1937

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

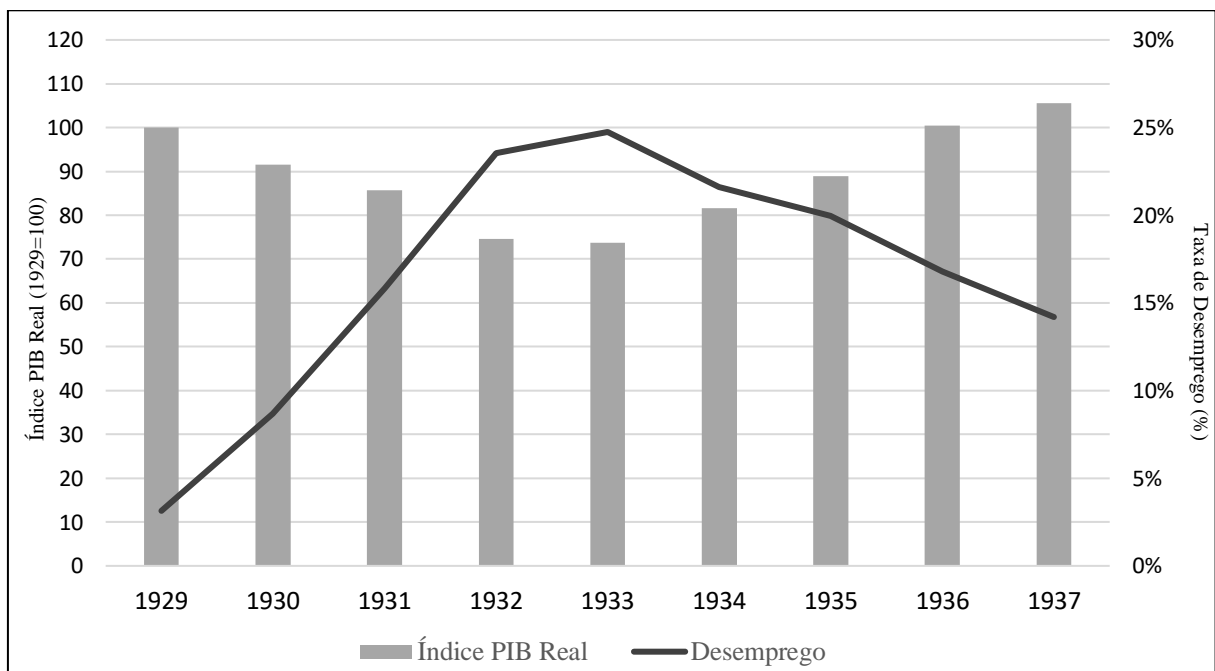
Fonte: (GAZIER, 2014, p. 15). Elaboração própria.

¹⁸ Os índices de preços do atacado definidos em moeda nacional, entre 1929 e 1933, baixaram 42,0% nos EUA, caindo 32,0% no Reino Unido, 34,0% na Alemanha, 37,0% na Itália e 38,0% na França.

A transformação do comércio internacional na primeira metade da década de 1930 é ainda mais surpreendente. A retração nas importações de 75 países, calculada pela Liga das Nações, vai de um máximo de US\$ 3 bilhões em abril de 1929 para US\$ 0,9 bilhão em fevereiro de 1933, ou seja, uma queda de 69,0% (GAZIER, 2014).

Como consequência da queda de atividade econômica, o PIB estadunidense foi o que mais se retraiu dos países desenvolvidos da época¹⁹, chegando a uma queda de quase 30,0% em 1933, em relação a 1929, como mostra o Gráfico 4. Enquanto o PIB caía, o desemprego subia a taxas elevadas. Em apenas 3 anos, o desemprego saiu de uma taxa de 3,0% para uma taxa de 24,0%, chegando a 25,0% no auge da crise, em 1933; isso representava quase 13 milhões de pessoas desempregadas.

Gráfico 4 – Índice PIB Real (1929=100) e Taxa de Desemprego (%), 1929-1937



Fonte: (BEA, 2017; FED, 2017a). Elaboração própria.

1.4 Considerações preliminares

Há uma infinidade de possibilidades quando se fala de fatores desencadeadores da crise. Entretanto, alguns merecem ser aqui citados. Há um *boom* econômico nos EUA na década de 1920, que não era visto em outros países. Esse *boom*, conjuntamente com a facilidade de crédito

¹⁹ Japão, Suécia, Alemanha, Itália, Austrália, França, Reino Unido e Áustria.

na época, foram elementos cruciais ao molde da crise. Ademais, a assimetria²⁰ de desenvolvimento dos EUA com o resto do mundo²¹ (HOBSBAWN, 1995; EICHENGREEN, 1999) na década de 1920 é um dos fatores que vai agravar a situação no período da crise. Como grande credor internacional na época, os Estados Unidos passam a financiar muitos países, em sua grande maioria europeus. Com o advento da crise, os empréstimos internacionais cessam e a situação econômica dos países se agrava, uma vez que ocorre a escassez de liquidez (EICHENGREEN, 1999). Soma-se a esse fato, a falta de um emprestador de última instância no Sistema Monetário Internacional (CHANCELLOR, 1999; KINDLEBERGER e ALIBER, 2013; HOBSBAWN, 1995). Os EUA não precisavam muito do resto do mundo no que tange à demanda de crédito na década de 1920, e, portanto, ao contrário do Reino Unido, que sabia que o sistema de pagamentos mundiais se apoiava na libra esterlina e cuidava para que ela permanecesse estável, os EUA não se preocupavam em agir como estabilizador global (HOBSBAWN, 1995).

A especulação financeira, estimulada pelo *boom* creditício, foi um dos propulsores da crise. Entretanto, essa especulação desenfreada foi possibilitada em grande parte pela passividade do governo e do FED face à desregulamentação financeira (CHANCELLOR, 1999). O governo, embora até soubesse que o valor das ações não acompanhava há tempos o valor da produção das empresas, de nada fazia para cessar esse movimento. Inclusive, estava a par tanto do grande número de bancos de investimentos que foram criados na época quanto de suas irregularidades (GALBRAITH, 2010). O FED, que se demonstrava neutro para com a situação em quase toda a década (GALBRAITH, 2010), resolveu finalmente aumentar os juros já quase perto do *crash*, e tal ação acabou concentrando a renda e piorando a situação para a população de renda mais baixa, com os especuladores ainda continuando suas atividades.

Além da especulação ser *per se* um fator desencadeador, ela não chegava a todos as classes da sociedade. A renda dos Estados Unidos era muito concentrada na década de 1920 (BUENO, 2009; LIMONCIC, 2009; GAZIER, 2014; GALBRAITH, 2010), apesar dos anos dourados e de toda bolha de consumo. O que acontecia era que “com os salários ficando para trás, os lucros cresceram desproporcionalmente, e os prósperos obtiveram uma fatia maior do bolo nacional. Mas como a demanda da massa não podia acompanhar a produtividade em rápido

²⁰ Relembrando, a retomada do padrão-ouro em 1922 foi um dos pilares da consolidação das assimetrias econômicas entre os países na década de 1920.

²¹ Ademais, o protecionismo que se instala na década de 1920 e se intensifica com a crise piora a situação dos países. O comércio internacional colapsa e as economias diminuem ainda mais a sua atividade econômica (HOBSBAWN, 1995).

crescimento do sistema industrial, o resultado foi superprodução e especulação” (HOBSBAWN, 1995, p. 104).

Além de tais fatores, Galbraith (2010) elenca mais cinco fatores cruciais como desencadeadores da crise: (i) a má distribuição de renda; (ii) a má estrutura das empresas; (iii) a má estrutura bancária; (iv) o estado incerto da balança comercial; e (v) a insuficiência dos conhecimentos econômicos pelos gestores da economia. Dessa forma, percebe-se que o *boom* econômico da década de 1920, nos Estados Unidos, era mal distribuído. A especulação vinda das camadas mais altas da sociedade acabou por gerar consequências nas camadas mais baixas. Com um contexto internacional desfavorável, tornava-se inevitável o colapso e uma grande recessão no país.

CAPÍTULO 2

Muitos achavam que, com a GD, os países, e principalmente os Estados Unidos, tinham aprendido a controlar a prever possíveis crises. Enganados estavam. Com a queda do Lehman Brothers, em setembro de 2008, ficou claro que a situação econômica não era mais sustentável e algo precisava ser feito. Entretanto, essa consciência veio tarde demais. Com a quebra do referido Banco, a desconfiança se alastrou pela economia. Os mercados de ações despencaram por toda parte, as taxas de câmbios oscilaram abruptamente e os empréstimos interbancários foram interrompidos (MORRIS, 2009). Com a consequente escassez de crédito, o pânico e o medo de uma nova depressão semelhante à de 1930 se espalhou não só nos Estados Unidos, mas no mundo todo.

O segundo capítulo deste trabalho busca descrever as origens da Crise Financeira Internacional (CFI) de 2007-2008, mais especificamente, a crise das hipotecas *subprime* nos Estados Unidos. Busca-se descrever como o projeto de império americano e a globalização financeira da virada do século XX arquitetaram os moldes da crise que afeta os países até hoje²². Ademais, busca-se mostrar como o *boom* creditício iniciado nos anos 2000, aliados à desregulamentação e às inovações financeiras, foram peças-chave neste colapso.

2.1 “Império Americano” e globalização financeira na virada do século XX

Para entender a desregulamentação financeira que montou os palcos para a crise de 2007-8 é preciso voltar no tempo e entender o grande “projeto americano” de globalização, iniciado na década de 1970 como forma de superar a queda de atividade que os Estados Unidos vinham mostrando à época (MORRIS, 2009; TAVARES, 1997). De acordo com Tavares (1997), os desdobramentos de política econômica interna e externa nos EUA, a partir das crises da década de 1970, foram no sentido de reverter as tendências de queda de atividade e retomar o controle financeiro internacional, através da “diplomacia do dólar forte”.

O Sistema Monetário Internacional com base no padrão dólar-ouro nunca funcionara totalmente, como previra Triffin (1958). O dólar só foi aceito como moeda reserva – a despeito de sua tendência de desvalorização na década de 1960 – porque ocorreu a “filialização” dos

²² “The current crisis is not only the bust that follows the housing boom, it’s basically the end of a 60-year period of continuing credit expansion based on the dollar as the reserve currency. Now the rest of the world is increasingly unwilling to accumulate dollars”. (George Soros, no Fórum Econômico Mundial, Davos, Suíça, 23/01/2008 *apud* SERRANO, 2008, p. 72).

bancos americanos, se espalhando pelo mundo, e os bancos centrais europeus foram obrigados a absorver o excesso de liquidez proveniente do déficit de balanço de pagamentos americano, sob pena de pararem suas políticas monetárias. Como nos mostra Tavares (1997, p.31):

“Do ponto de vista da valorização patrimonial, sobretudo enquanto durou o teto de taxa de juros americana (*Regulation Q*), todos os agentes americanos no exterior, em particular as suas filiais industriais e bancárias e os próprios bancos centrais europeus, passaram a usar o “euromercado” para operação de aplicação de curto prazo das suas reservas em dólar. Como contrapartida a oferta de dólares se ampliou e permitiu que as empresas e os países deficitários, primeiro a Europa e depois do resto do mundo, pudessem usar créditos denominados em dólar muito além do que a expansão da base monetária dos respectivos países de origem permitia.”

Com o abandono das taxas fixas por alguns países, inicialmente pelo Reino Unido no final da década de 1960, o sistema de Bretton Woods começa a ruir e os regimes monetários ficam regionalizados²³; como consequência o dólar se desvaloriza ainda mais. As posteriores tentativas do Fundo Monetário Internacional (FMI) de tentar implementar uma nova ordem monetária internacional, que lhe permitisse operar uma cesta de moedas, são barradas sistematicamente pelos EUA e Inglaterra, não tendo encontrado apoio igualmente na Alemanha e no Japão (TAVARES, 1997; FIORI, 1997). Na reunião do FMI de 1979, o presidente do FED à época, Paul Volcker, retira-se ostensivamente e declara não aceitar um enfraquecimento do dólar proposto pelo Fundo. A partir disso, Volcker sobe violentamente a taxa de juros interna e declara que o dólar manteria a posição de moeda reserva e que a sua hegemonia seria restaurada (MORRIS, 2009), dando início ao projeto de “diplomacia do dólar forte” e “Império Americano”²⁴ (TAVARES e FIORI, 1997).

Este ato de aumento da taxa de juros resultou numa grande recessão para os Estados Unidos por três anos (MORRIS, 2009). Levaram à bancarrota várias grandes empresas e alguns bancos americanos, além de “submeterem a própria economia americana a uma violência estrutural” (TAVARES, 1997, p. 33). Por outro lado, com essa política de sobrevalorização do

²³ Ver mais em Eichengreen (2000).

²⁴ “O gesto americano de subir unilateralmente as taxas de juro em outubro de 1979 foi tomado com o propósito de resgatar a supremacia do dólar como moeda-reserva. O fortalecimento do dólar tinha se transformado, então, numa questão vital para a manutenção da liderança industrial e financeira dos Estados Unidos, no âmbito da concorrência global. [...] Os Estados Unidos praticamente não produziam mais televisores e rádios, os alemães e japoneses controlavam a indústria de máquinas-ferramenta e as indústria americanas de aço e de produtos têxteis eram uma catástrofe.” (MORRIS, 2009, p. 16).

dólar, o FED retoma na prática o controle dos bancos e do resto do sistema bancário privado internacional, articulando em seu proveito os interesses do resto do mundo²⁵. Portanto:

“A partir daí o sistema de crédito interbancário orientou-se decisivamente para os EUA e o sistema bancário passou a ficar sob o controle da política monetária do FED, que dita as regras do jogo. As flutuações das taxas de juros e de câmbio ficam novamente amarradas ao dólar, e através delas o movimento da liquidez internacional foi posta a serviço da política fiscal americana. A partir do início dos anos 80, todos os grandes bancos internacionais estão em Nova Iorque, não apenas sob a *umbrela* do FED, mas também financiando obrigatoriamente – porque não há outra alternativa – o déficit fiscal americano.” (TAVARES, 1997, p. 34)

É nesse ínterim de financiamento do déficit americano que o projeto de império se expande mais ainda. Os EUA passam a emitir títulos de dívida e jogar dólar *à rodo* no SMI, como forma de financiar os seus déficits gêmeos (comercial e fiscal) (FIORI, 2007). Sendo assim:

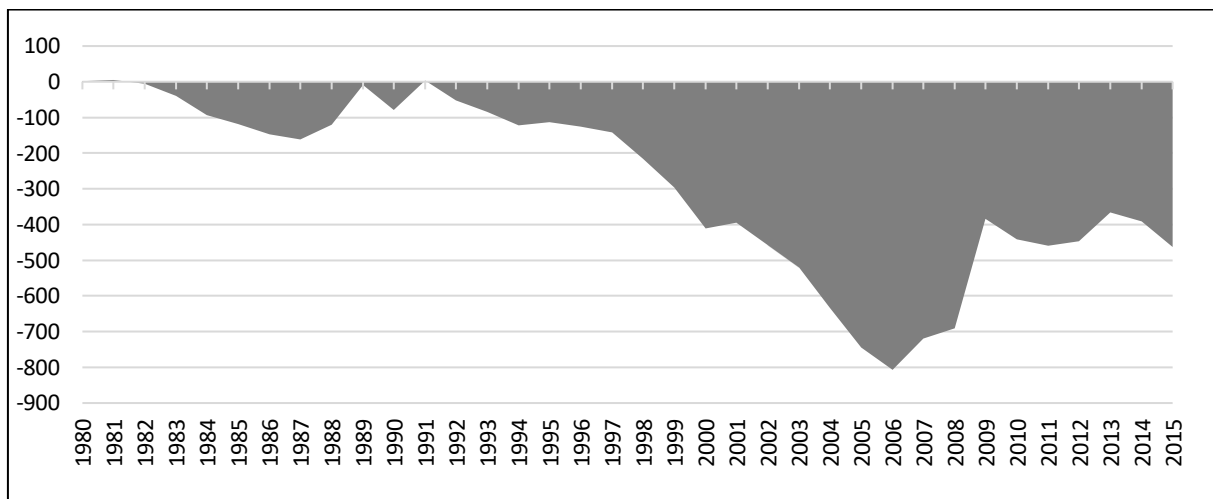
“Nos anos 80, a ampliação dos dois déficits – orçamentário e comercial – dos Estados Unidos foi um fator importante para dar um segundo impulso e uma nova direção ao processo de globalização e desregulamentação financeira. A estabilização do dólar aumentou a participação dos títulos americanos na formação da riqueza financeira demandada pelos agentes privados americanos e de outros países. Os papéis do governo dos Estados Unidos, dotados de grande liquidez, substituíram o ouro como ativo final de reserva.” (MORRIS, 2009, p. 17)

Os fluxos de capital giravam agora em torno da demanda norte-americana. Esta dívida que se retroalimentava era (e ainda é) o único instrumento que os EUA tinham para realizar uma forçada captação de liquidez internacional e para canalizar o movimento do capital bancário japonês e europeu para o mercado monetário norte-americano. O déficit tornou-se o único elemento de estabilização temporária do mercado monetário e de crédito internacional. Assim, “o preço dessa estabilidade tem sido a submissão dos demais países à diplomacia do dólar e o ajustamento progressivo de suas políticas econômicas ao desiderato do ‘equilíbrio global do sistema’” (TAVARES, 1997, p. 35). Dessa forma, o mundo passou a financiar não só o Tesouro Americano, mas especialmente seu componente financeiro e os consumidores e investidores americanos. Uma forma muito lucrativa de investir os superávits comerciais que os países estavam obtendo a partir daí era especulando na economia norte-americana, a qual usava tal capital como forma de financiamento de curto prazo (FIORI, 1997).

²⁵ Os bancos americanos que detinham em 1980 cerca de 17,0% dos fluxos brutos de empréstimos bancários internacionais, chegaram a quase 93,0% do total no 1º semestre de 1982 (TAVARES, 1997, p. 34).

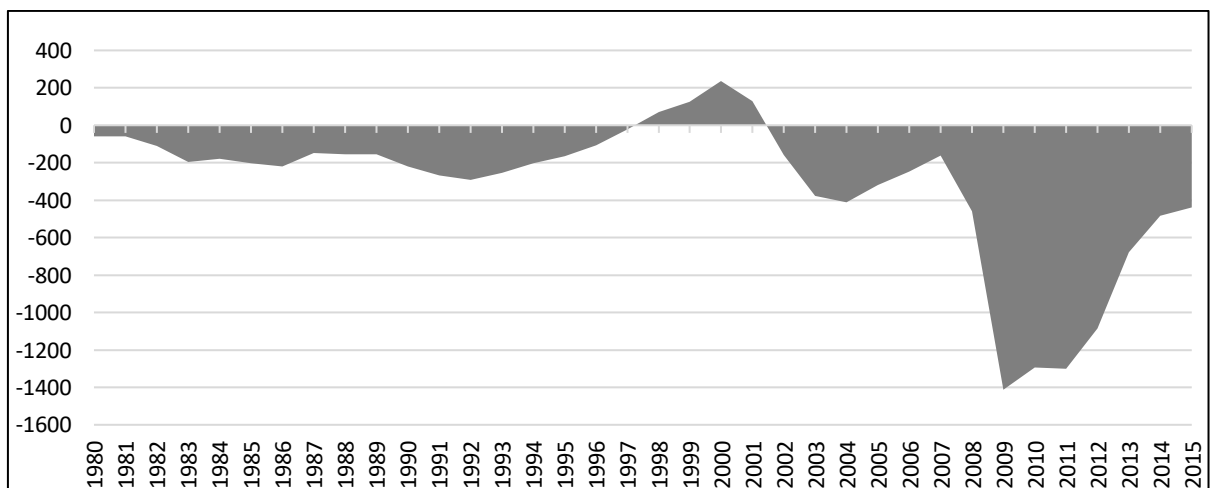
Os Gráficos 5 e 6, abaixo, nos mostram respectivamente a conta corrente e o resultado fiscal primário para os Estados Unidos, entre 1980 e 2015. No primeiro, percebemos que a conta corrente norte-americana começa a se deteriorar em 1982, tem uma leve recuperação em 1989 e 1991, mas a partir daí só demonstra resultados negativos, tendo seu pior resultado em 2006 com um déficit em conta corrente de US\$ 800 bilhões. A mesma queda é vista no resultado fiscal (gráfico 6), que já em 1980 se mostra negativo, entre 1997 e 2001 demonstra uma leve recuperação, mas a partir daí demonstra valores negativos até hoje, tendo em 2009 o seu pior valor, de US\$ 1,4 trilhão.

Gráfico 5 – Conta Corrente dos Estados Unidos (US\$ bilhões, preços correntes), 1980 – 2015



Fonte: (IMF, 2017a). Elaboração própria.

Gráfico 6 – Resultado Fiscal Primário dos Estados Unidos (US\$ bilhões, preços correntes), 1980-2015



Fonte: (IMF, 2017b). Elaboração própria.

O mundo começa se interligar financeiramente e o dólar ganha mais força e penetração em vários mercados. O sistema financeiro começa se mostrar globalizado e interdependente (TAVARES, 1997). Ademais, com o crescente lucro das empresas norte-americanas a partir da década de 1980, surge a necessidade de mercados para consumir seus excedentes, tanto para as mercadorias quanto para os investimentos diretos e a exportação “financeira” de capital. Assim, segundo Morris (2009), a globalização e internacionalização do capital ocorre a partir de uma estrutura de grande empresa e condensa todos os mecanismos interiores de expansão: mercantis, industriais e financeiros.

Nesse íterim de globalização, que vai se fortalecer com os discursos neoliberais da década de 1990²⁶, respaldado pelo Consenso de Washington, o mercado financeiro *mundializado* ganha força e a especulação financeira começa a se mostrar cada vez mais forte e lucrativa²⁷ (MORRIS, 2009; DUMÉNIL e LÉVY, 2014; SOUZA, 2009b). Soma-se a esse fato que, com o fim das taxas de câmbio fixas e a adoção de taxas flexíveis no fim da década de 1970 (EICHENGREEN, 2000), os setores privados das economias passaram a assumir maiores riscos cambiais, o que acabou estimulando os mercados de câmbio e derivativos²⁸ e as inovações financeiras (KREGEL, 1996).

As taxas de juros e de câmbio são peças-chave agora na estabilização e (des)regulação dos fluxos de capital. Os bancos de investimento e fundos de pensão crescem bastante nessa época²⁹ (MORRIS, 2009). Conforme nos mostra Souza (2009b, p.136):

²⁶ “A doutrina neoliberal começou a difundir nos anos de 1990 de que estaria em curso no mundo um processo de globalização. Globalização, segundo eles, seria a abolição das fronteiras econômicas entre as nações, o que permitiria a livre mobilidade de capitais, mercadorias, tecnologia e força de trabalho em nível mundial.” (SOUZA, 2009b, p. 134).

²⁷ “Os capitais dos países centrais intensificaram, na década de 1990, sua movimentação pelo mundo para adquirir, a baixo preço, patrimônios públicos e privados das nações mais débeis; ou, sob a forma líquida, financeira, para especular e obter ganho fácil, rápido e seguro nos distintos mercados financeiros do mundo. Para que isso ocorresse, realizou-se pressão dos EUA e da força do dólar, a desregulamentação cambial e financeira de quase todo o planeta.” (SOUZA, 2009b, p. 135).

²⁸ “Derivativos são contratos financeiros em que um pagamento deverá ser feito em benefício de um contratante em alguma data futura dependendo de um evento predeterminado. O preço de uma ação na bolsa de valores, o preço de uma commodity, a taxa de câmbio de alguma moeda, a taxa de juro num empréstimo ou inadimplência são exemplos desses acontecimentos. Contratos derivativos podem ser usados como seguro, ou melhor, uma proteção (*hedging*) contra um acontecimento desfavorável, por exemplo, a inadimplência num empréstimo ou o aumento do preço de uma commodity que um dos participantes deseja comprar em alguma data futura. Eles podem fornecer serviços financeiros, mas são também instrumentos de especulação. São altamente alavancados e envolvem um alto grau de incerteza e sob todos esses aspectos são considerados extremamente arriscados. [...] A vasta maioria se constitui de transações de balcão, ou seja, são contratos diretos entre dois participantes sem intermediário. São transações não reguladas.” (DUMÉNIL e LÉVY, 2014, p. 120).

²⁹ “A desregulamentação e a liberalização facilitaram o envolvimento dos bancos com o financiamento de posições nos mercados de capitais. Isto permitiu os atuais níveis de alavancagem das corretoras, fundos e bancos de investimento.” (COUTINHO e BELLUZO, 1998, p. 141).

“Esses capitais especulativos se movimentam pelo mundo literalmente na velocidade da luz. No começo dos anos 2000, estimava-se que o movimento diário era da ordem de US\$ 1,9 trilhão, cem vezes o volume diário das transações internacionais de mercadorias. A especulação que passou a vicejar na década de 1990 era infinitamente mais irracional do que em qualquer outra época anterior. Os derivativos, que compõem a imensa massa dos capitais especulativos e que são títulos emitidos com base em outros títulos ou em meros indicadores da economia, passaram a assumir literalmente o caráter de aposta. Os apostadores emitem, compram ou vendem títulos com base na expectativa do comportamento futuro de determinados indicadores econômicos. Quem acertar ganha a aposta. A melhor designação desse mundo da especulação não poderia ser outra senão a de cassino global.³⁰”

Toda essa configuração de mercado ensejava cada vez mais a criação de inovações financeiras. A securitização através de *hedge* começou a crescer exponencialmente a partir de então. Ademais, a introdução da informática na década de 1990 teve papel chave no desenvolvimento das inovações financeiras e da desregulamentação do mercado. De acordo com Coutinho e Belluzzo (1998, p.138):

“O veloz desenvolvimento de inovações financeiras nos últimos anos (técnicas de hedge através de derivativos, técnicas de alavancagem, modelos e algoritmos matemáticos para “gestão de riscos”) associado à intensa informatização do mercado permitiu acelerar espantosamente o volume de transações com prazos cada vez mais curtos. Essas características, combinadas com a alavancagem baseada em créditos bancários, explicam o enorme potencial de realimentação dos processos altistas (formação de bolhas), assim como os riscos de colapso no caso dos movimentos baixistas.”

Dessa forma, a partir da década de 1980 a composição da riqueza social começa a mudar. Cresce a participação dos haveres financeiros na composição da riqueza privada: “Nos países desenvolvidos as classes médias passaram a deter – diretamente ou através de fundos de investimento ou de fundos de pensão e de seguro – importantes carteiras de títulos e ações” (COUTINHO e BELLUZZO, 1998, p. 137). As empresas também ampliaram a posse dos ativos financeiros como reserva de capital para futuros investimentos e a acumulação de ativos ganha *status* permanente na gestão da riqueza das empresas. É importante salientar que o padrão de investimento muda a partir de agora. O investimento passa de longo para curto prazo. Segundo Kregel (1996), a imobilidade espacial e temporal da capacidade de produção física é uma das razões pelas quais os mercados financeiros têm apresentado tendência a dominar as relações econômicas, pois estes apresentam investimentos mais rápidos e de fácil mobilidade.

³⁰ “Com essa massa de capital especulativo circulando pelo mundo, a economia mundial capitalista passou a se expor a um grau de vulnerabilidade que nunca teve antes. A crise mexicana ou a quebra do Banco Bering na Inglaterra ou as sacudidas nas bolsas da Ásia ou na Rússia e no Brasil foram suficientes para abalar sistematicamente o conjunto da economia mundial.” (SOUZA, 2009b, p. 136)

A mudança na composição da riqueza provocou dois efeitos importantes para as decisões de gasto: (i) ampliou o universo dos agentes que, detendo uma parcela importante de sua riqueza sob a forma financeira, têm necessidade de levar em conta a variação dos preços dos ativos; e (ii) esta ampliação do efeito riqueza implica a possibilidade de flutuações mais violentas do consumo e do investimento. O consumo deixa de ter o comportamento previsto pela função consumo keynesiana e passa a apresentar um componente típico das decisões de gasto dos capitalistas (COUTINHO e BELLUZO, 1998).

Tabela 3 – Mercados de derivativos (US\$ trilhões), 2006

Total de derivativos (estadunidenses) no mundo	415
Ativos financeiros globais	167
Produto mundial bruto (PPC dólares)	77
Ativos dos 1000 maiores bancos do mundo	74
Capitalização do mercado interno estadunidense (todas as bolsas)	52
Ativos estrangeiros totais em bancos no mundo	26
Ativos financeiros controlados pelas famílias estadunidenses	21,8
Ativos de fundos de pensão e mútuos	18,5
Ativos estadunidenses controlados no resto do mundo	14,4
PIB dos Estados Unidos	13,2
Valor bruto de mercado de derivativos	9,7
Passivo total do governo federal dos Estados Unidos	6,2
Mercado de câmbio, movimento diário	4

Fonte: (DUMÉNIL E LÉVY, 2014, p. 112). Elaboração própria.

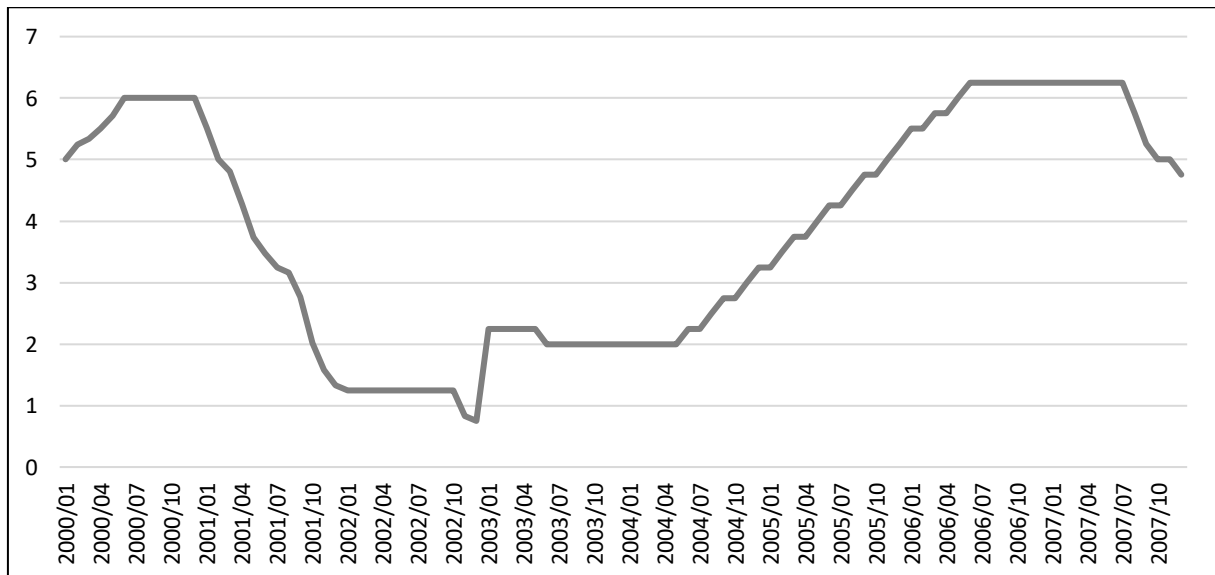
Nesse ínterim e nessa nova oportunidade de geração de riqueza, as famílias começam a participar mais ativamente nos mercados de ativos (DUMÉNIL e LÉVY, 2014). O total de derivativos financeiros originados nos Estados Unidos chegou ao valor de US\$ 415,0 trilhões em 2006 (Tabela 3).

Confiantes na trajetória ascendente de valorização da sua parcela de riqueza, as famílias tendem a aumentar a sua propensão a consumir sobre a renda corrente e simultaneamente admitir gastos extraordinários, apoiados no aumento do endividamento. Assim:

“A perspectiva de enriquecimento acelerado passa a comandar as decisões de gasto de consumo: o nível de endividamento não é mais calculado sobre a renda corrente e sim sobre a expectativa de crescimento dos preços dos ativos que compõem o seu porta-fólio. Assim, é possível observar aumentos do serviço da dívida sobre a renda corrente, embora a reação entre este serviço e o estoque de riqueza possa se manter estável a declinar.” (COUTINHO e BELLUZO, 1998, p. 139).

As famílias e o setor financeiro, na década de 2000, começavam a admitir gastos cada vez mais altos, financiando-os conforme esquemas *Ponzi* (MORRIS, 2009). Duménil e Lévy (2014) nos mostram que um dos fatores que impulsionaram o aumento dos gastos das famílias foram as baixas taxas de juros nos primeiros anos da década de 2000, aliadas aos empréstimos sem critério (*subprime*). No Gráfico 7, abaixo, temos a taxa de juros para a economia norte-americana no início da década de 2000. Percebe-se que no começo de 2001, com o advento da crise das “bolhas.com”, o FED começa um movimento de baixa nas taxas de juros, atingindo seu valor mínimo de 0,75% no início de 2003.

Gráfico 7 – Taxa de juros do FED de Nova Iorque (%)



Fonte: (FED, 2017b). Elaboração própria.

A dívida bruta das famílias em 2008 representava quase 100,0% do PIB (Tabelas 4), enquanto a do setor financeiro representava mais que 100,0%. Esse aumento se dava principalmente pela emissão de títulos securitizados para o setor financeiro, e para as famílias na concessão de hipotecas e empréstimo para consumo sem critérios (DUMÉNIL e LÉVY, 2014).

Tabela 4 – Dívida bruta dos setores dos Estados Unidos (fim de período, % do PIB)

	1952	1980	2008
Setores não financeiros	123	136	234
Famílias	25	46	96
Empresas	30	51	78
Governo	68	37	60
Setor Financeiro	3	20	119
Total	126	156	353

Fonte: (DUMÉNIL e LÉVY, 2014). Elaboração própria.

Tabela 5 – Dívida líquida dos setores norte-americanos (fim de período, % do PIB)

	1952	1980	2008
Setores não financeiros	79	102	192
Famílias	-3	30	68
Empresas	19	40	67
Governo	60	25	48
Setor Financeiro	-82	-103	-152
Total	0	0	0

Fonte: (DUMÉNIL e LÉVY, 2014). Elaboração própria.

O consumo “diferencial”, de bens de alto valor (como casa e hipotecas), sobretudo lazer, se beneficiou desta forma especial do efeito riqueza (COUTINHO e BELLUZO, 1998). Soma-

se a isso o fato de que o resto dos países estavam obtendo cada vez mais superávits comerciais com os Estados Unidos e, conseqüentemente, investindo o excedente em títulos da dívida e títulos lastreados em hipotecas norte-americanas (SERRANO, 2008). Assim, o cenário para a sobrevalorização das hipotecas dos anos 2000 e a conseqüente crise do *subprime* foi montado.

2.2 A desregulamentação nos Estados Unidos e a bolha *subprime*

De acordo com Bresser-Pereira (2008), a crise financeira que assola o mundo desde 2008 é uma profunda crise de confiança decorrente de uma cadeia de empréstimos, originalmente imobiliários, baseados em devedores insolventes. Sendo assim, tal situação de insolvência e a crise das hipotecas *subprime* nos Estados Unidos na primeira década de 2000 foram possibilitadas por algumas mudanças institucionais feitas nos EUA no fim do século XX e início do XXI, quais sejam:

- i. A expansão dos ideais liberais iniciados na década de 1980 e todo seu impacto na redução do controle de capitais e redução do papel dos bancos centrais como reguladores na economia (SERRANO, 2008; DUMÉNIL e LÉVY, 2014). Ademais, a aversão ao keynesianismo conseqüente do efeito Paul Volcker e o fortalecimento do monetarismo³¹ com a eleição de Reagan (MORRIS, 2009);
- ii. O surto de investimento em capitais de risco em 1980, logo após uma emenda institucional que autorizava a redução de imposto sobre ganhos de capital ser aprovada no Congresso em 1978 (MORRIS, 2009);
- iii. A eleição de Reagan em 1981 e todas as posteriores reduções de controle por parte do Estado na regulação de preços e instituições financeiras. Como conseqüência, o número de empréstimos concedidos por entidades não reguladas aumentou. Em 2006, apenas cerca de 25,0% de todos os empréstimos ocorriam em setores regulados, comparados a cerca de 80,0% vinte anos antes (MORRIS, 2009);
- iv. A instauração de duas importantes leis: a Lei de Desregulação das Instituições Depositárias e Controle Monetário de 1980 e a Lei de Garn-St. Germain de 1982 marcam a entrada da liberalização dos mercados e da desregulamentação

³¹ Em 1982, Reagan fez uma declaração de apoio ao monetarismo feito por Volcker nos anos anteriores: “Nem esta administração nem o Federal Reserve permitirão um retorno às políticas fiscais e monetárias do passado que criaram as atuais condições” (MORRIS, 2009, p. 73).

financeira propriamente dita nos Estados Unidos. As duas leis buscavam, resumidamente, a extensão da competição entre as instituições depositárias, principalmente as associações de poupanças e empréstimo. Ademais, a primeira lei eliminou tetos de taxas de juro sobre contas de depósito (que permitem a emissão de cheques), e autorizou a criação de outros tipos de contas. Assim, foi aumentada a capacidade de algumas instituições para oferecerem hipotecas ou empréstimos para consumo (DUMÉNIL e LÉVY, 2014)³².

- v. A escolha de Alan Greenspan para o FED e toda a política anti-intervencionista e antirregulação feita por ele. De acordo com Morris:

“Greenspan, uma espécie de fanático da antirregulação, nunca acreditou que as bolhas de ativos são um problema do FED. Durante os anos tumultuosos de boom de aquisições alavancadas [iniciados no final de 1980], ele optou por não restringir os empréstimos bancários para transações superalavancadas até quando era tarde demais. No final de década de 1990, recusou-se a tornar mais rigorosas as regras de exigência de margem, ou garantia, no mercado de ações para extrair um pouco de ar da bolha das empresas de tecnologia” (MORRIS, 2009, p. 80);

- vi. A revogação da Lei Glass-Steagall³³ em 1999. O relaxamento da estrutura reguladora da legislação estava em discussão pelo FED desde 1987, mas sofrera a oposição de Paul Volcker. Em 1987, Alan Greenspan assumiu a presidência do FED e, entre 1989 e 1998, uma série de decisões abre caminho para a revogação da Lei, incluindo em 1996, a decisão de permitir às companhias *holdings* bancárias a posse de bancos de investimento. A fusão da *Traveler Group* com o Citicorp para formar o Citigroup, em abril de 1998, levou à aprovação da Lei Gramm-Leach Biley de Modernização de Serviços Financeiros, o que permitiu a operação conjunta de serviços de bancos comerciais, bancos de investimento e seguradoras (DUMÉNIL e LÉVY, 2014).

³² “Empréstimos *subprime* foram facilitados por causa da eliminação dos controles sobre a usura, o que permitiu aos originadores cobrar juros mais altos dos tomadores com riscos de crédito mais alto. A Lei Garn-St. Germain de 1982 estendeu ainda mais a desregulação das associações de poupança e empréstimo. Eliminaram-se os limites da razão entre valor e empréstimo, e as associações receberam autorização para alterar os créditos oferecidos na direção dos empréstimos de consumo e comerciais.” (DUMÉNIL e LÉVY, 2014, p. 145).

³³ A Lei Glass-Steagall (*Glass-Steagall Act*) se refere a disposições contidas na Lei dos Bancos (*U.S. Banking Act*), promulgada nos Estados Unidos em 1933 e que limitava os títulos emitidos por bancos comerciais, bem como as atividades de afiliações de bancos comerciais e instituições financeiras. A lei também instituiu a *Federal Deposit Insurance Corporation*, uma agência garantidora de depósitos. É promulgada por Franklin D. Roosevelt, em 1933, para evitar um colapso financeiro sistêmico com o de 1929. Durante a vigência da Lei, houve a total desvinculação dos bancos comerciais com os bancos de investimentos, sendo os primeiros submetidos à regulação específica como forma de proteger os recursos aplicados pelos poupadores (LIN, 2017).

Sendo assim, Morris (2009) nos mostra que o crescimento econômico de fim do século XX e início do XXI reforçou a convicção dos conservadores em dois princípios: o grande poder que o mercado tinha quando livre da mão do Estado e a importância dos mercados totalmente desregulados (o que se mostrava contraditório, em função das múltiplas bolhas de mercado que se formaram no período). Diante dessa perspectiva, a bolha *subprime* começa a se formar.

Toda essa desregulamentação, e o seu impacto na estrutura de financiamento habitacional dos Estados Unidos, teve um papel fundamental na origem da crise. Com o consequente fim do suporte governamental via Fannie Mae, Ginnie Mae e Freddie Mac³⁴, diminuiu-se a participação dos *Thrifths* a favor dos mercados desregulamentados, o que induziu uma elevada competição entre ambos os lados dos negócios financeiros, deteriorando os lucros bancários e resultando em um processo de maior alavancagem. A expansão consequente da participação das empresas e dos fundos *hedge* e de pensão elevou ainda mais a fragilidade sistêmica (KREGEL, 2008; FERRARI-FILHO e SILVA, 2012).

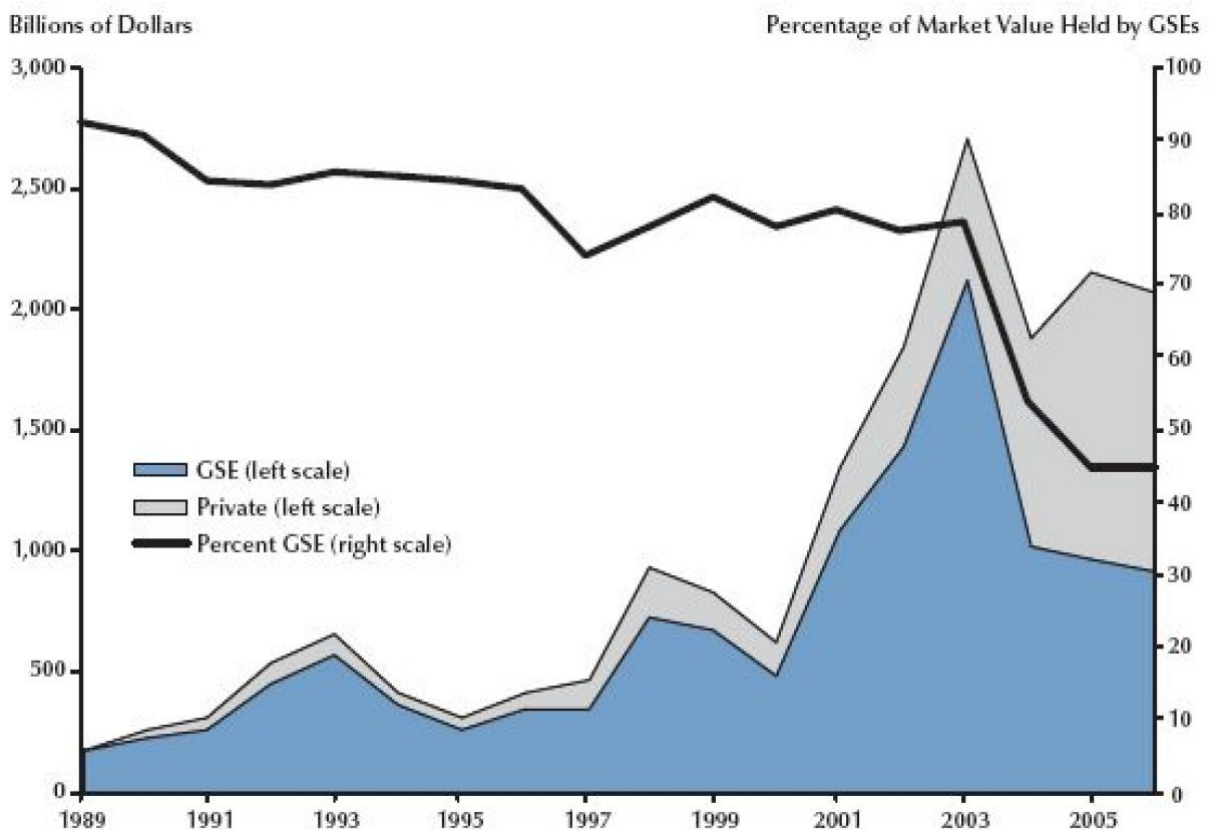
Com a queda da participação dos bancos e a maior atuação de outras instituições financeiras a fragilidade se eleva e os agentes financeiros buscam reduzir seus riscos através da criação de novos instrumentos de dívidas e securitização (como as *mortgage-backed securities*³⁵). Com a emissão desses títulos lastreados em ativos (TLAs) pelo mercado secundário, os riscos se exacerbaram, multiplicando-se e espalhando-se pelo sistema através da emissão de derivativos (MORRIS, 2009).

³⁴ A associação Federal Nacional de Hipotecas (Fannie Mae) é fundada em 1938, por Franklin Roosevelt. Era uma agência do governo que comprava empréstimos hipotecários de bancos, oferecendo a eles dinheiro novo e multiplicando a sua atividade potencial. É originalmente financiada pela emissão de títulos vendidos a investidores com a garantia do governo federal. Na década de 1960 inicia-se um processo de reforma com o objetivo de diminuir o envolvimento do governo federal no apoio à atividade hipotecária dos bancos e retirar do orçamento federal a atividade da Fannie Mae. Em 1968 seu capital é aberto a investidores e ela passa a ser uma EPG, uma corporação controlada por acionistas. Simultaneamente o governo federal criou a Associação Governamental Nacional de Hipotecas (Ginnie Mae), ampliando o compromisso assumido na Fannie Mae para programas específicos (tal como a habitação para veteranos). Em 1970 duas alterações importantes ocorrem: primeiro a Ginnie Mae desenvolve um novo procedimento, a securitização, emitindo TLHs. Segundo, uma nova entidade importante é adicionada, com a criação da Corporação Federal de Empréstimos Hipotecários para Habitação (Freddie Mac). Suas funções eram semelhantes às da Fannie Mae, com o objetivo especial de proceder à securitização de empréstimos hipotecários (os não feitos pela Ginnie Mae), juntando-se nessa atividade à Fannie Mae. Há certa ambiguidade com relação ao *status* dessas instituições. A Ginnie Mae é completamente controlada e garantida pelo governo e é garantida como uma agência federal. Até setembro de 2008, a Fannie Mae e a Freddie Mac eram corporações privadas com ações no mercado. Com o estouro da crise elas voltam para o controle do Estado. As maiores (Freddie Mae e Freddie Mac) emitiram simultaneamente *securities*-padrão e estão na origem dos *pools* de hipotecas que emitiam TLHs. Outras poucas EPGs, como os Bancos Federais para Empréstimos de Habitação (FHLBs) ou a Corporação Federal para Hipotecas Agrícolas, são também ativas no refinanciamento de originadores de hipotecas, ainda que muito menos importantes.

³⁵ “São títulos que derivam seus fluxos de pagamentos de principal e de juros de empréstimos hipotecários reunidos em um *pool*. Uma MBS pode ser lastreada em empréstimos hipotecários para imóveis residenciais (RMBS) ou comerciais (CMBS).” (MORRIS, 1999, p. 251).

O gráfico abaixo nos mostra a atividade dos empréstimos bancários nos Estados Unidos de 1989 a 2006. O nível de empréstimos começa a subir exorbitantemente a partir de 2000. Ademais, o nível de empréstimos concedidos por instituições privadas também se expande. Em 2006, mais de 50% dos empréstimos bancários eram concedidos por instituições privadas em detrimento das *government-sponsored enterprises (GSEs)* – Fannie Mae, Freddie Mae e Ginnie Mae – ou seja, empréstimos sem regulação.

Gráfico 8 - Atividade do mercado secundário no total de empréstimos bancários



Fonte: (KREGEL, 2008).

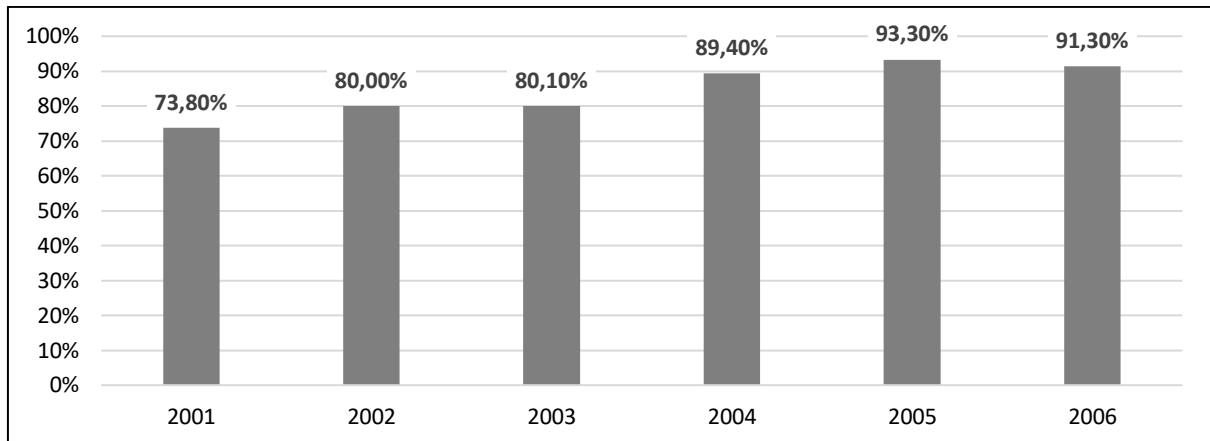
Como forma de mitigar os riscos em seus balanços contábeis, os bancos recorreram aos chamados *tranches*, que nada mais eram que produtos estruturados lastreados em crédito mobiliário, derivativos de crédito e financeiro, negociados com o “sistema sombra”³⁶. Como

³⁶ O boom de crédito propulsor da crise do *subprime* foi protagonizado pelo sistema sombra, composto por fundos de *hedge*, bancos de investimento, entidades patrocinadas pelas instituições financeiras e mantidas fora de seus balanços. No começo de 2007, segundo o FED, a carteira de empréstimos dos bancos sombra era maior que o sistema bancário tradicional inteiro (MORRIS, 2009).

esses agentes do sistema sombra não tinham recursos de depositantes, eles recorreram ao mercado de capitais através da emissão de *comercial papers* (títulos de curto prazo), comprados principalmente pelos fundos mútuos de investimento (MORRIS, 2009; SILVA, 2010). Ademais, *conduítes* (outro tipo de títulos lastreados em ativos) emitidos com base em linhas de crédito baratas e de curto prazo de outros bancos serviam para comprar ativos com altas taxas de retorno como as CDOs. Estas, do inglês, *collateralized debt obligations (CDOs)*, por suas vezes, são títulos de dívida lastreados por um conjunto de ativos financeiros, tendo como principal as hipotecas *subprime*. São divididas em camadas, ou *tranches*, que geram diferentes fluxos de ganhos provenientes de amortizações do principal de juros. Pode ser administrada segundo parâmetros preestabelecidos ou estática (MORRIS, 2009). Prates *et al* (2008) nos mostra que o principal problema desses novos instrumentos era a sua dependência para com a manutenção das linhas de crédito de curto prazo, o que conseqüentemente gerava uma relação estrita entre o mercado de capitais e de crédito, elevando o risco sistêmico.

Com o aumento das atividades no sistema sombra durante o começo dos anos 2000 e o conseqüente aumento da concorrência entre as instituições financeiras, a única forma de aumentar os seus lucros era com o acréscimo das taxas de hipotecas. Dessa forma, tiveram origem as hipotecas *subprime*³⁷, através dos empréstimos *ninja (no income, no job, no assets)*. Como resultado, uma parcela da população de baixa renda, sem emprego fixo e sem ativos para dar de garantia, antes excluída desse mercado, passa agora a conseguir empréstimos e participar do mercado de hipotecas *subprime*. Além de muitas fraudes nos documentos das hipotecas (KREGEL, 2008), um mecanismo bastante empregado para fomentar o mercado foi o “*adjustable-rate mortgages*” (ARM), no qual taxas de juros muito baixas eram cobradas nos primeiros anos do empréstimo, aumentando-as dramaticamente depois de algum tempo, o que fez com que muitas famílias aceitassem se endividar e até mesmo refinarciar a casa que já era sua (SILVA, 2010; MORRIS, 2009). No ano de 2005, 93,3% dos empréstimos *subprime* eram feitos com ARMs (ver gráfico 9).

³⁷ O termo *subprime* é usado para designar uma forma de crédito hipotecário para o setor imobiliário, surgida nos Estados Unidos e destinada a tomadores de empréstimos que representam maior risco, como a população de baixa renda. Esse crédito sem como garantia a casa do tomador e muitas vezes era atrelado a cartões de crédito ou a aluguel de carros. O termo é derivado do *prime lending rate* – a taxa de juros contratada com os tomadores mais confiáveis. Assim, *subprime lending* se refere ao crédito dado àqueles tomadores que têm maior risco de inadimplência. Os créditos *subprime* eram oferecidos a taxas variáveis, sendo muito atraentes (*teaser rate*) no começo, inferior à taxa fixa de um empréstimo normal. Para os credores, os empréstimos eram considerados arriscados – mas, para o coletivo da economia norte-americana, eram seguros e rentáveis. A estimativa da rentabilidade era baseada na hipótese de alta dos preços dos imóveis que vinha acontecendo nos EUA desde o século XX. Se um devedor se tornasse inadimplente, era sempre possível para o credor revender a propriedade com lucro (MORRIS, 2009).

Gráfico 9 – Participação dos ARM nos empréstimos subprime nos Estados Unidos.

Fonte: (KREGEL, 2008). Elaboração própria.

As hipotecas *subprime* que em 2001 representavam US\$ 190,0 bilhões, chegaram a US\$ 600,0 bilhões em 2006; sobre o valor total de hipotecas foi um crescimento de 20,1% para 8,6% em 2001. Ademais, a maioria das hipotecas era securitizada, sendo que em 2006 mais de 80,0% das hipotecas tinham algum tipo de securitização.

Tabela 6 – Origem das hipotecas, 2001-2006

	Hipotecas Totais (US\$ bilhões)	Hipotecas Subprime (US\$ bilhões)	Hipotecas Subprime (% do valor total)	Hipotecas Subprime Securitizadas (US\$ bilhões)	Hipotecas Subprime Securitizadas (% do valor total)
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	652	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: (KREGEL, 2008). Elaboração própria.

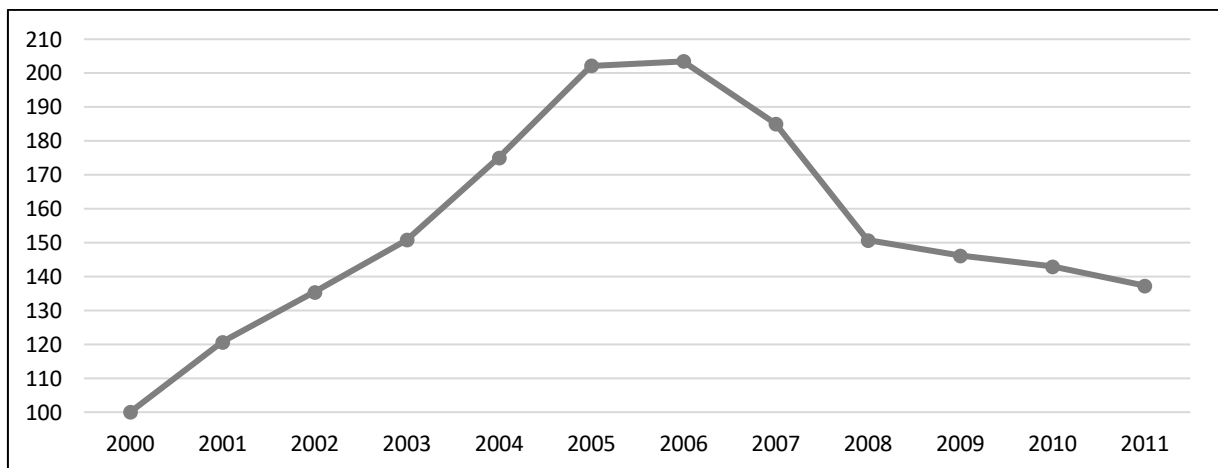
2.3 O estouro da bolha e as consequências

A partir do ano de 2006 a situação de bonança começa a mudar. Cerca de US\$ 350 bilhões de empréstimos *subprime* têm suas taxas reajustadas neste ano (MORRIS, 2009). Os atrasos nos pagamentos que já vinham acontecendo desde 2005, em 2006 crescem

exponencialmente. Aliado a esse fato, o governo norte-americano decide subir novamente a taxa de juros – em 2001 era 1,0%, no começo de 2006 sobe para 5,2% e no fim de 2006 já está em 6,0% (Gráfico 7) – como forma de desaquecer a economia que estava beirando ao colapso. Conseqüentemente, a situação de inadimplência se deteriora ainda mais.

A generalização das execuções de hipotecas e das desocupações tem efeitos devastadores nos bairros mais pobres. O nível de preços das residências começa a cair drasticamente. O índice de preços das residências, que vinha subindo desde a década de 1990, começa a cair no final de 2006 e em 2008 já tinha se desvalorizado mais de 25,0% (Gráfico 10).

Gráfico 10 – Índice de preços das residências nos Estados Unidos (2000=100), 2000 - 2011



Fonte: (FED, 2017c). Elaboração própria.

Diante dessa situação, o risco de crédito aumenta consideravelmente. O medo e a reavaliação dos créditos *subprime*, feitos nos anos anteriores, diminuem a oferta de crédito. O medo do risco de liquidez pelos investidores que tinham diversos títulos lastreados em *subprime* faz com que estes botem à venda seus títulos no mercado, baixando ainda mais os preços em função da oferta demasiada. A crise se propaga pelo mercado norte-americano em função das estreitas relações e da grande disseminação que os “títulos podres” tinham com todo o sistema financeiro (DUMÉNIL e LÉVY, 2014).

Em junho de 2007, dois fundos de *hedge* do Bear Sterns, que investiam principalmente em títulos lastreados em hipotecas, anunciaram que estavam com dificuldades para atender as chamadas de margem (MORRIS, 2009). Com a declaração de falência do Lehman Brothers em setembro de 2008 e a incapacidade do FED de refinanciá-lo, visto os vários refinanciamentos

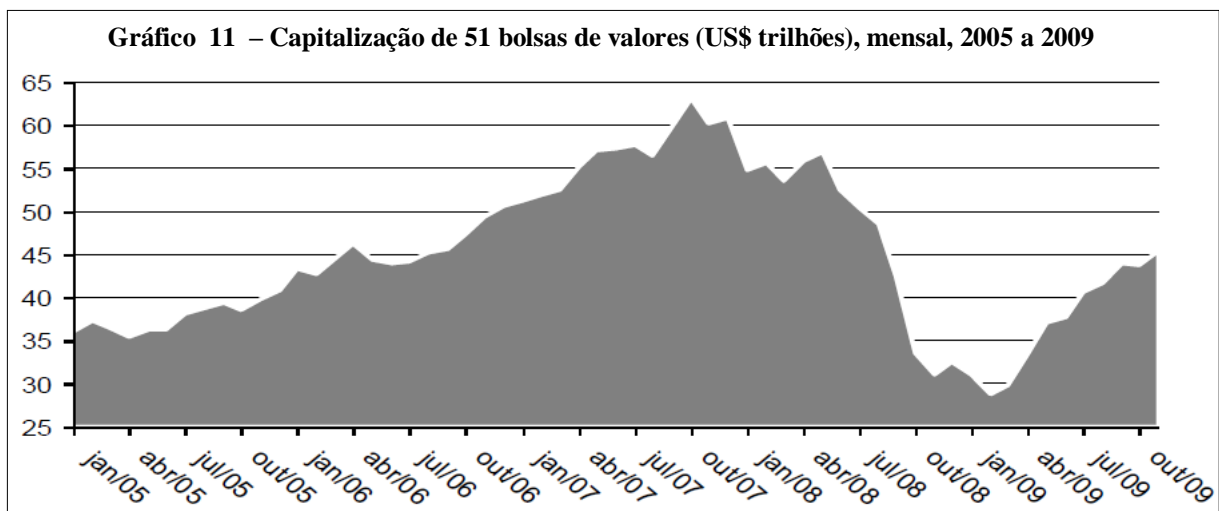
que tinha feito, como o resgate da Fannie Mae, da Freddie Mac e da seguradora AIG, a desconfiança se espalha por toda a economia norte-americana e pelo mundo. Diversos bancos de investimento começam a falir. A perda de confiança aprofunda-se com a incapacidade de mensurar as perdas, visto a falta de transparência nos balanços das empresas (MORRIS, 2009). Como resultado, há uma profunda instabilidade nos fluxos de capitais internacionais, expressas em fugas de capital, pressões sobre o câmbio e queda nos preços das *commodities* (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012). O risco de crédito aumenta e a economia entra em um período de *credit crunch*.

Os fundos *hedge* e de pensão, que estavam inundados de títulos *subprime*, foram bastante afetados, registrando perdas de mais de 20,0% de seus patrimônios em 2008 (SILVA, 2010). Os prejuízos em *securities* mais que dobraram, em menos de seis meses, não só nos Estados Unidos, mas também no Reino Unido e na Zona do Euro, mostrando o caráter estrutural da crise (Tabela 7).

Tabela 7 – Perdas em securities (US\$ bilhões)

	Estados Unidos	Zona do Euro	Reino Unido	Três Zonas
Abril de 2008	739	443	97	1.278
Outubro de 2008	1.577	1.010	189	2.776

Fonte: (DUMÉNIL e LÉVY, 2014). Elaboração própria.

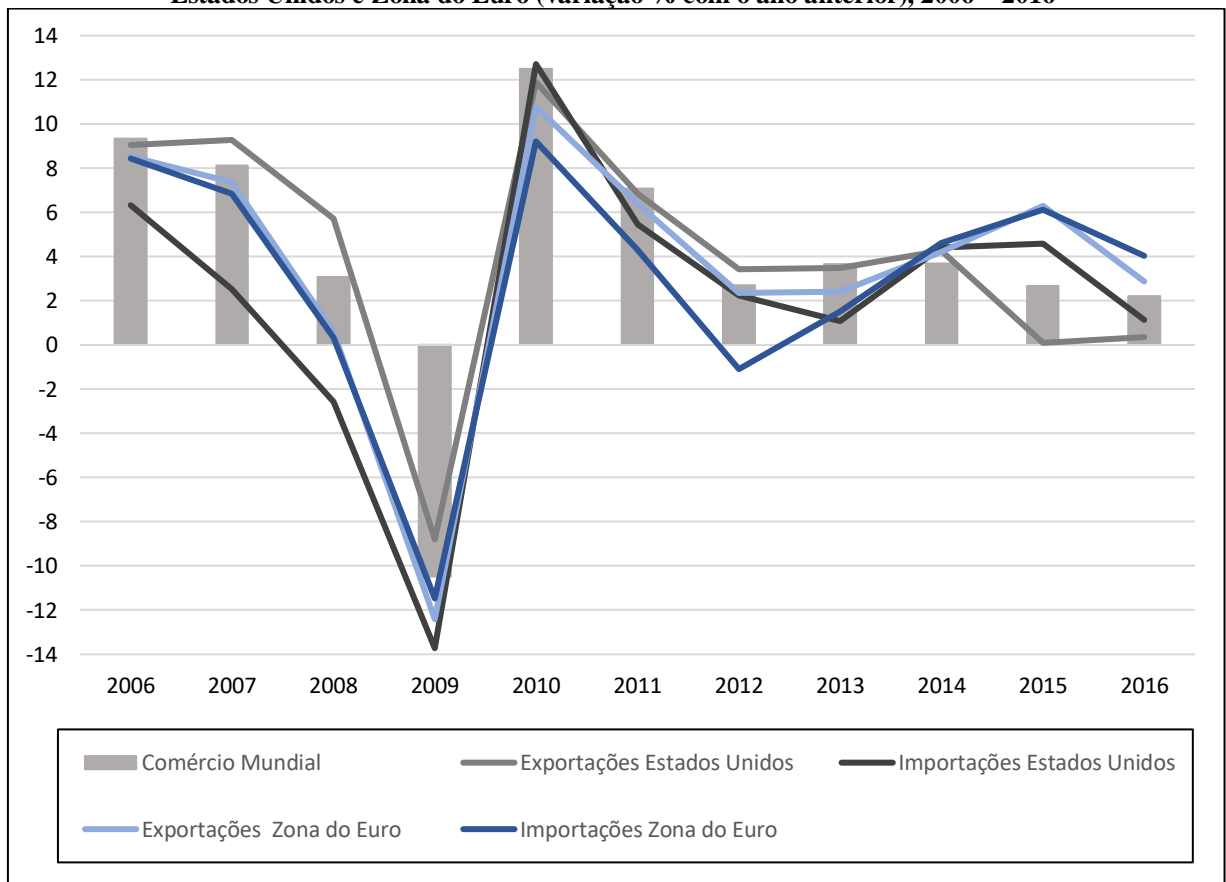


Fonte: Federação Mundial de Bolsa de Valor *apud* Silva (2010).

O mercado de ações mundial sofre muito com o processo de deflação de ativos iniciado no ano de 2008. A situação de valorização dos ativos muda no segundo trimestre de 2007 e continua a cair até o primeiro trimestre de 2009. Em 2008, por exemplo, o S&P500 de outubro atingiu o seu valor mais baixo, registrando uma queda de -56,8% (SILVA, 2010). Os mercados de ações mostram, portanto, queda substanciais por mais de um ano.

Em 2008 o volume de comércio mundial ainda demonstrou crescimento positivo, de 2,4%; entretanto, já demonstrava queda desde 2006. Em 2009 o volume de comércio desaba, mostrando crescimento negativo de 10,5%. As importações dos Estados Unidos no período também caem, mostrando em 2009 uma queda de 14,1%, e as exportações caem 9,0%. As importações da Zona do Euro que também vinham caindo desde 2006, em 2009 mostravam um crescimento negativo de 12,4%, e uma queda nas exportações de 11,0% para o mesmo ano.

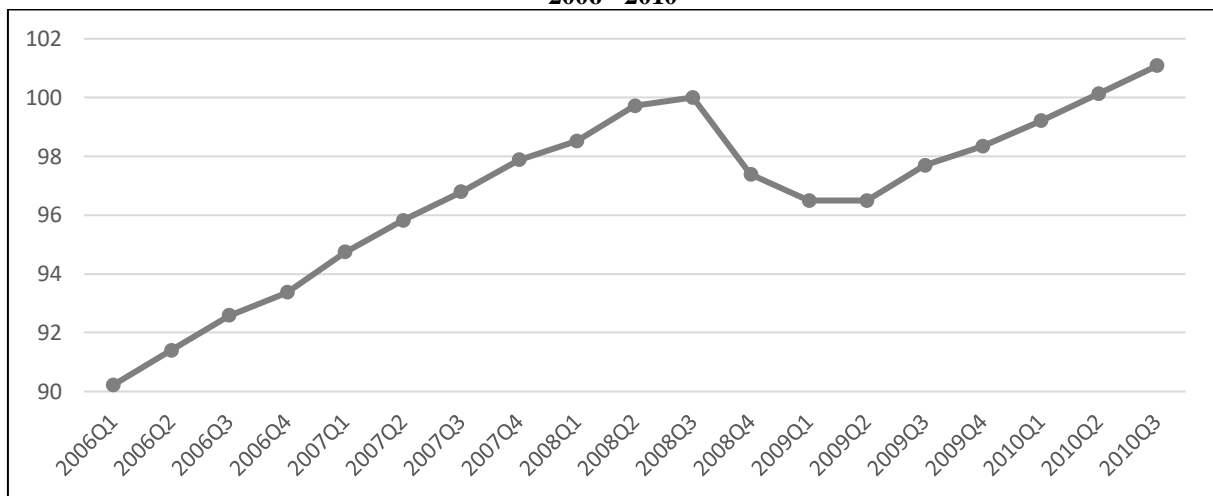
Gráfico 12 – Volume de Comércio Mundial em comparação com exportações e importações dos Estados Unidos e Zona do Euro (variação % com o ano anterior), 2006 – 2016



Fonte: (IMF, 2017c). Elaboração própria.

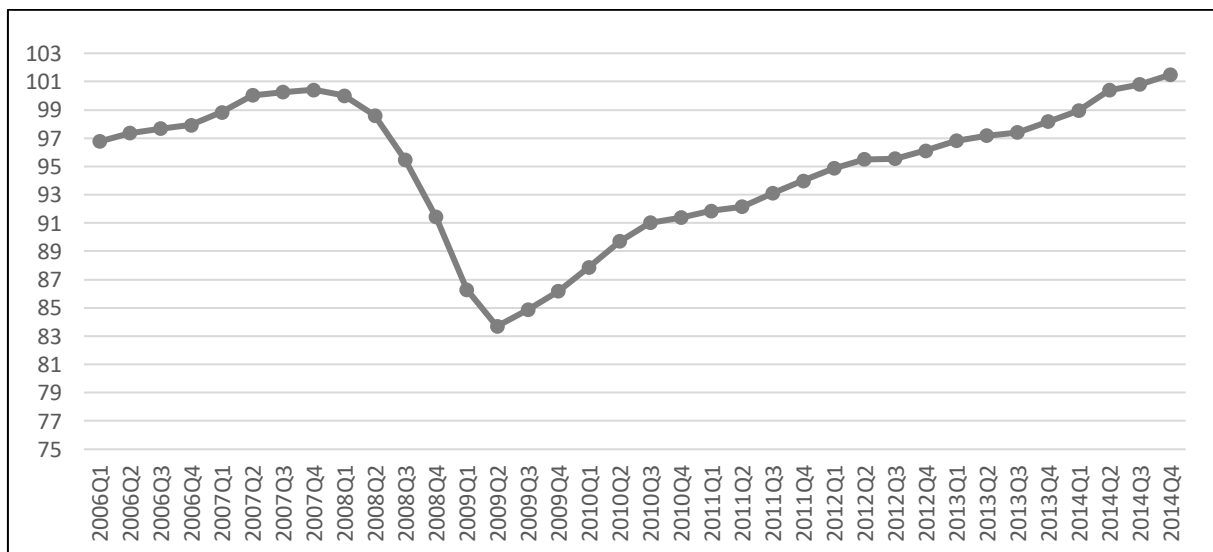
O nível de consumo na economia norte-americana, como nos mostra o gráfico 13 também caiu consideravelmente com o advento da crise. No terceiro trimestre de 2008 o nível começa a demonstrar queda e, um ano depois, no terceiro trimestre de 2009, demonstra a sua pior queda, quase 14,0%. A partir de 2008 o nível de preços de diversas economias começa a cair. Nos EUA, o índice de preços ao consumidor caiu 2,8%, no Canadá 1,5% e nos países do G-7 a queda foi 1,7% (FERRARI-FILHO e SILVA, 2012).

Gráfico 13 – Índice de gastos com consumo pessoal por trimestre nos Estados Unidos (2008Q3=100), 2006 - 2010



Fonte: (FED, 2017d). Elaboração própria.

Gráfico 14 – Produção Industrial Total (2008Q1=100), 2006 – 2014

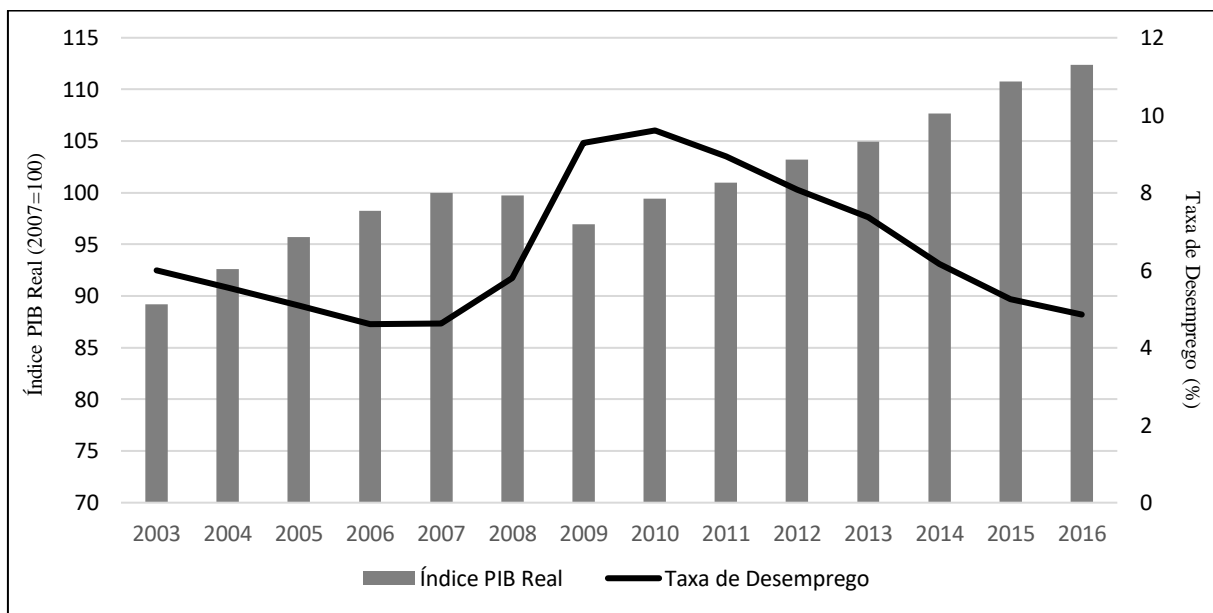


Fonte:(OECD, 2017). Elaboração própria.

A produção industrial na economia estadunidense também entra em colapso, como nos mostra o gráfico acima. Rompendo com a tendência de crescimento desde o começo da década de 2000, no segundo trimestre de 2008 ela começa a demonstrar queda. O índice com base 100 no primeiro trimestre de 2008 começa a cair constantemente e demonstra seu vale no segundo trimestre de 2009, com um valor de 85. A partir daí o índice começa a se recuperar, mas só volta ao mesmo nível de 2008 no ano de 2014.

Com toda essa queda de atividade, o PIB real demonstrou forte queda no ano de 2009, voltando a valores de crescimento de 2007 somente em 2011. A taxa de desemprego cresceu em 2008, sendo que em 2009 dá um salto para 9,2% e chega ao seu valor mais alto em 2010, com 9,6%. A partir de então o desemprego começa a diminuir, contudo a taxas menores do que às taxas que se elevaram.

Gráfico 15 – Índice PIB Real (2007=100) e Taxa de Desemprego (%), 2003 – 2016



Fonte: (FED, 2017e; IMF, 2017d). Elaboração própria.

2.4 Considerações preliminares

Diante das evidências observadas, algumas considerações preliminares podem ser feitas. O projeto de “Império Americano” tomado na década de 1970 e todo seu impacto na desregulação das finanças, não só estadunidenses, mas do mundo todo, é um fator a se levar em conta ao analisar a crise de 2008. A estrutura financeira dos Estados Unidos, com todas as

mudanças institucionais feitas no final do século XX e início do século XXI, se mostrou muito frágil. O grande nível de especulação na economia, alimentado por várias variáveis, mas entre elas pelo *boom* de crédito dos anos 2000, foi um fator que alimentou e montou o cenário para o colapso das hipotecas *subprime*. Estas, segundo Morris (2009), foram impulsionadas pelo surgimento do “sistema sombra”, que ao se defrontar com uma situação de competitividade e queda nos lucros, “originava empréstimo sem critérios de todos os tipos e os reembalava como títulos a serem vendidos a detentores finais, como fundos de pensão e fundos mútuos” (MORRIS, 2009, p. 193).

O fomento proveniente do otimismo das empresas classificadoras de risco, ao negarem a situação insustentável que estava se mostrando, aliado aos modelos com base na moderna teoria ortodoxa de financiamento, alimentaram ainda mais a especulação em hipotecas *subprime* (MORRIS, 2009). Segundo Carvalho (2008), como a economia havia passado por um período de sustentava prosperidade na década de 1990, os modelos de crédito sugeriam que a *performance* da economia iria se manter. Como resultado, o valor de hipotecas *subprime* aumentou mais de US\$ 400,0 bilhões entre 2001 e 2005. Com o aumento das taxas de juros pelo FED, e todo o impacto nos empréstimos *subprime* que tinham sido feitos a taxas flutuantes, a crise tornava-se inevitável.

CAPÍTULO 3

Diante do que foi exposto nos dois últimos capítulos, pode-se intuir que a Grande Depressão (GD) e a Crise Financeira Internacional (CFI) de 2007-2008 foram semelhantes em termos de origens e impactos sobre a economia mundial. O presente capítulo tem como objetivo fazer uma análise comparativa das referidas crises explorando os seguintes pontos: (i) o ambiente institucional pré-colapso; (ii) os impactos e desdobramentos nas principais variáveis macroeconômicas; e (iii) a resposta que os Estados Unidos (EUA) deram para mitigar os efeitos de ambas as crises.

Apresenta-se nesse capítulo a “hipótese da instabilidade financeira” de Minsky (1982), que auxiliará nas análises comparativas das duas crises. Tendo em vista que a economia não é estática e, muito pelo contrário, está sempre em mutação, deve-se levar em conta o contexto histórico da GD e da CFI para se fazer uma análise comparativa das crises econômicas. Assim, em que medida os instrumentos de políticas fiscal e monetária utilizados em 2008 estavam disponíveis em 1929 é sempre algo a se ter em mente. Além disso, a indisponibilidade de alguns dados macroeconômicos para os anos de 1929 a 1933 nos leva a algumas conclusões com base somente em revisão bibliográfica.

3.1 A hipótese da instabilidade financeira

A hipótese da instabilidade financeira desenvolvida por Minsky é uma derivação e aprofundamento de alguns pontos da *Teoria Geral*, de John Maynard Keynes. A ênfase do autor encontra-se nas questões financeiras, na instabilidade do desenvolvimento capitalista e na articulação existente entre o lado real da economia e o sistema financeiro. Grosso modo, para Minsky (1982), a instabilidade financeira é resultante do funcionamento normal da economia capitalista, no qual o comportamento dos agentes econômicos, movido por expectativas otimistas, os leva a tomarem posições de risco sobre decisões de gastos, consumo e investimento, expandindo, assim, a demanda efetiva que, por sua vez, é sancionada pela expansão de crédito por parte das instituições financeiras. Ademais, para o autor, se as estruturas e instituições financeiras se mostram desregulamentadas, maior será a fragilidade do sistema econômico, suscitando, como consequência, crises financeiras e econômicas. Nesse contexto, cabe ao Estado atuar como regulador do mercado, estimulando a atividade econômica e preservando o risco sistêmico do sistema financeiro (MINSKY, 1982).

Assim como Keynes e Kalecki, Minsky (1975) percebe que a relação entre investimento e poupança pode dar origem a ciclos econômicos. O autor demonstra que as relações de balanços (financeiro e contábil) se alteram ao longo do ciclo econômico, em conformidade com as expectativas (otimistas ou pessimistas) dos agentes econômicos. No início do ciclo, os balanços apresentam solidez porque os preços dos ativos são estabelecidos de maneira conservadora e as dívidas assumidas pelos agentes econômicos são pequenas em relação aos ativos. Na fase de crescimento econômico, entretanto, os preços dos ativos começam a subir, assim como a dívida, até que os níveis de endividamento superam a rentabilidade dos ativos, ocorrendo, então, uma desaceleração econômica. Posteriormente, o valor dos ativos cai e pode-se desencadear um ciclo de deflação (dívidas e ativos).

Para Minsky (1982), a economia capitalista caracteriza-se por um sistema financeiro sofisticado e complexo, onde os agentes econômicos procuram trocar dinheiro presente por dinheiro futuro. É uma economia que apresenta um endividamento crescente em função da necessidade de financiamento dos gastos, consumo e investimentos. Tal financiamento pode dar-se em um ambiente de crédito barato, o que faz com que haja, intertemporalmente, inflação de ativos e aumento de dívidas. A concessão de empréstimos é determinada, fundamentalmente, tendo em vista as margens de segurança (*safety margins*) quanto à capacidade de pagamento do agente tomador de empréstimos. Em períodos de *boom* econômico, essas margens são menores, e os critérios para concessão de crédito são menos rígidos, o que fragiliza ainda mais o sistema (BAHRY e GABRIEL, 2010).

A hipótese “minskyana” é, portanto, uma teoria que analisa a solvência da dívida dos agentes econômicos sobre a dinâmica do sistema econômico, incorporando a maneira pela qual essa dívida é validada/financiada (BAHRY e GABRIEL, 2010). Diante desse pressuposto, a concretização dos lucros esperados é determinada pelo investimento, ou seja, a validação das obrigações depende do nível de investimento. Dessa forma, considerando que as posições dos agentes em ativo de capital são financiadas pela combinação de lucros esperados e dívidas, há três tipos de financiamento de posições que podem ser identificados na estrutura financeira do sistema, quais são: *hedge*, especulativa e *Ponzi*³⁸ (MINSKY, 1982).

³⁸ Retomando, a primeira posição é aquela em que a quase renda esperada da utilização dos ativos de capital é maior do que os seus compromissos financeiros em todos os períodos. Portanto, essas unidades são capazes de honrar, com seu fluxo de renda, tanto o pagamento do principal como os juros. A segunda se dá quando os compromissos dos agentes financeiros são maiores do que a quase renda esperada para alguns períodos, mesmo que o valor presente dos retornos esperados seja maior que o valor presente dos compromissos de pagamento ao longo do tempo. Essa posição especulativa apresenta um fluxo de renda esperada superior apenas ao pagamento dos juros, sendo necessário obter o refinanciamento para saldar o principal. Apresentam grande vulnerabilidade em caso de aumento das taxas de juros. A terceira posição apresenta uma quase renda esperada insuficiente para

Portanto, de acordo com Minsky (1982), o *mix* de finanças *hedge*, especulativa e *Ponzi* é o que determina a estabilidade de uma economia. Assim, a economia, por meio de seus regimes de financiamento, transita entre períodos de estabilidade e instabilidade. Esta última, portanto, é gerada pela facilidade de financiamento, característica de uma economia eufórica, no qual os aumentos do financiamento de curto prazo de posições de longo prazo tornam-se o caminho normal (BAHRY; GABRIEL, 2010; MISNKY, 1982). O aumento no volume de investimento, decorrente do aumento de financiamento, acaba por gerar um nível de lucro superior ao que fora antecipado. Os banqueiros, estimulados pelo sucesso dos empreendimentos e pelo ambiente de bonança, reavaliam positivamente as expectativas e passam a aceitar níveis maiores de endividamento. Soma-se a isso a criação de novas práticas e novas instituições financeiras, que crescem em períodos de *boom* econômico-financeiro, e alimentam ainda mais o sistema econômico, gerando um ciclo vicioso (BAHRY; GABRIEL, 2010). Dessa forma, para Minsky (1975, 1986), a atividade bancária exerce um papel essencial na desestabilização das relações econômicas, surgindo como uma desestabilizadora endógena.

Ao longo de um *boom* econômico, firmas, acionistas e instituições financeiras assumem posições cada vez mais arriscadas, engajando-se em um volume maior de financiamento de dívidas, diminuindo ativos líquidos em relação à dívida. Os bancos aumentam ainda mais os seus empréstimos. As unidades financeira e produtiva passam a operar com estruturas obrigacionais em que o fluxo de dinheiro necessário para realizar os compromissos se torna maior que as receitas (KREGEL, 2007). Dessa forma, a instabilidade do regime financeiro se dá no impacto que as taxas de juros têm sobre a dinâmica da atividade econômica, uma vez que elas tendem a aumentar durante os períodos finais de *boom*. Essa elevação acaba por elevar o nível das dívidas, além de dificultar o financiamento, provocando queda no investimento e, por conseguinte, queda nos lucros, causando, assim, dificuldades para pagar as dívidas acumuladas anteriormente (BAHRY; GABRIEL, 2010). Com o aumento da instabilidade e o perigo das estruturas obrigacionais, a demanda especulativa por dinheiro aumenta e as empresas endividadas e instituições financeiras tentam vender ativos para pagar suas dívidas pretéritas. Assim, o nível de preços dos ativos cai e nesse momento é identificada uma crise.

cumprir até mesmo o pagamento dos juros da dívida, necessitando de empréstimos para poder rolar os compromissos de suas dívidas. Essa posição também é altamente sensível ao aumento das taxas de juros (BAHRY e GABRIEL, 2010).

Quadro 1 - Estágio do ciclo minskyano

Estágios de um ciclo minskyano					
	1	2	3a	3b	4
	Crescimento financeira-mente robusto	Crescimento financeiramente frágil	Desaceleração financeiramente frágil	Crescimento Ponzi	Depressão e quebra financeira
Variáveis da economia real					
Taxa de crescimento econômico	Rápido crescimento do produto		Crescimento do produto em desaceleração	Contração do produto	
Utilização da capacidade	Muita capacidade ociosa	Pouca capacidade ociosa	Plena utilização da capacidade, estrangulamentos	Muita capacidade ociosa	
Rendimento de ativos fixos	Aluguéis e preços da terra baixos	Aluguéis e preços da terra em elevação	Aluguéis e preços da terra altos	Aluguéis e preços da terra em colapso	
Fatores e relações financeiros					
Fontes de financiamento de investimento	Lucros retidos, governo	Emissão de ações e de títulos de dívida	Emissão de títulos de dívida	Emissão de ações e de títulos de dívida	n.d.

Fonte: (DIMSKY, 1998, p. 86).

O Quadro 1, acima, elaborado por Dimsky (1998), resume o ciclo minskyano, que pode ser apresentado em quatro estágios, sendo o terceiro dividido em dois. A economia, portanto, começa com um crescimento financeiramente robusto e vai se fragilizando até a depressão e a crise financeira. O rápido crescimento econômico, consequência do *boom* de financiamento, começa a desacelerar até demonstrar um período de recessão no estágio final. Os preços dos ativos seguem uma tendência de alta até o terceiro estágio, com o aumento tanto do financiamento do investimento quanto das posições especulativas de preços/lucros futuros, até atingirem uma situação *Ponzi* e, posteriormente, colapsarem. Assim, durante o período de *boom*, ocorre uma redução da estabilidade do sistema, o que se explica pela formação de dívidas impossíveis de serem validadas, visto o fluxo de renda dos agentes não se confirmar. Isso torna a economia financeiramente frágil e propensa a crises (MINSKY, 1982). Com uma alta elevação das taxas de juros, há a impossibilidade de refinanciamento das dívidas e há a queda de investimentos, ocorrendo, então, a crise. Resumidamente:

“[...] na concepção minskyana, a economia passa por períodos de tranquilidade, os quais são irrompidos por *booms* de investimento, aceleração inflacionária, crises monetárias e financeiras e deflações de dívidas. A

instabilidade emerge quando um período de crescimento relativamente tranquilo é transformado em *boom* especulativo. O *boom* especulativo tende a ser seguido pelo pânico, deflações de dívidas, depressões profundas e na sequência, recuperação.³⁹” (BAHRY e GABRIEL, 2010, p. 39)

A partir de tal situação, Minsky (1982) nos propõe intervenções que podem amenizar e mitigar os efeitos da crise. Tais intervenções podem “abortar” a crise por meio do refinanciamento das empresas ou sustentando os lucros por meio do déficit fiscal – *Big Government*. Outra solução é uma maior atuação do Banco Central – *Big Bank* – como prestador de última instância, agindo sobre a estrutura dos passivos e ativos dos bancos. Diferentemente do *Big Government*, o *Big Bank* mostra melhores resultados quando se atua antes da crise eclodir. Segundo o autor, a partir dessas intervenções, o sistema financeiro e real da economia se estabiliza novamente, mostrando o caráter cíclico do modelo minskyano. Assim, para o autor, o Estado acaba por obter função crucial na administração dos mercados, através do fortalecimento de suas instituições em busca de um “sistema financeiro robusto”.

Portanto, Minsky (1982) nos mostra a “*Two-by-two truth table*”, uma tabela com as opções de intervenção para as economias em momentos pós-crise (figura 1). Segundo o autor, para administrar uma crise financeira são necessários dois passos: (i) refinar os mercados e as instituições, cujas posições perigosas definem a crise; e (ii) assegurar que o agregado dos lucros não caia (as crises nos mostram que algumas técnicas de financiamento são perigosas, uma vez que uma consequência da crise é que a dívida de financiamento de demanda privada caia). Assim, dois são os parâmetros para administração de uma crise: intervenção como prestador de última instância⁴⁰ e abrir mão de déficit governamental quando a recessão é generalizada. As opções de políticas são divididas em quatro. Para o autor, com uma posição “Yes-Yes” em um momento pós-crise, a economia tende a se recuperar mais rapidamente e estabilizar. Quanto menor a intervenção, seja se abdicando de maiores gastos governamentais ou recusando o refinanciamento de agentes e instituições financeiras, maior a recessão e as consequências da crise.

³⁹ Minsky (1986) sugere certa assimetria quando à recuperação do ciclo, no sentido de que esta tende a ser mais lenta que a irrupção da crise.

⁴⁰ “A lender of last resort is a monetary authority who can allay an incipient banking panic – a scramble liquidity – by timely assurance that will provide whatever high powered money is required to satisfy the demand. A banking panic represents a widespread attempt by the public to convert their deposits into currency and in response an attempt by the commercial banks to increase their reserve holdings relative to deposit liabilities. A banking panic can occur in a fractional reserve banking system when an important bank failure or series of failures leads to bank runs which turn become contagious threatening the solvency of otherwise sound banks. In a more modern context a lender of last resort needs to accommodate liquidity shocks before they have systematic consequences.” (BORDO, 2014, p. 127).

Figura 1-“TruthTable” de opções de políticas

		Emprestador de última instância	
		Yes	No
Déficit Governamental	Yes	Yes – Yes	Yes – No
	No	No – Yes	No – No

Fonte: (MINSKY, 1982, p. xxi). Elaboração própria.

3.2 O aparato histórico-institucional em comparação

Ao analisar as duas crises, nos capítulos anteriores deste trabalho, e o seu aparato histórico-institucional pré-colapso, nota-se certa semelhança delas para com o ciclo minskyano e algumas considerações podem ser feitas. Esta seção tem por objetivo, então, comparar os períodos anteriores ao colapso das duas referidas crises, traçando correlações, entre elas, para com o modelo minskyano.

Na década de 1920, os EUA, que saíram como grandes credores e investidores internacionais no pós-Primeira Guerra Mundial, entram numa era de bonança e alto crescimento. A grande expansão do PIB na época, atrelado ao aumento dos lucros dos empresários, faz crescer o sentimento especulativo e a economia começa a se fragilizar. Há uma crescente valorização dos ativos (ações) durante a década de 1920, até mesmo bolhas imobiliárias em alguns locais do País, que se retroalimentam com o passar dos anos. As corretoras de ativos financeiros expandem-se rapidamente pelos EUA, nos anos 1920, e as emissões de quaisquer ativos financeiros, sem restrição ou regulação governamental, são generalizadas.

Os bancos comerciais, que eram teoricamente proibidos de negociar ações, contornavam as leis usando organizações subordinadas para vender suas ações. As famílias começavam a destinar a maior parte de sua renda para a compra de ações. O preço dos ativos passava a não corresponder mais ao seu valor real, ocasionando, assim, uma natureza inflacionária. Soma-se a esse fato, a fraca intervenção do FED que, via aumento das taxas de juros, tinha pouco efeito nos especuladores, desencadeando esquemas *Ponzi* ao resultar em maiores lucros para os

investidores. Com a elevação de 1,0% da taxa de juros em 1929, no auge da especulação, a bolha estourou e a economia entrou em recessão.

A partir disso, pode-se inferir que o ciclo minskyano foi, de forma geral, constatado no *crash* de 1929. A era de forte crescimento econômico vivenciada pelos EUA na década de 1920 fez com que a expansão da renda e do consumo gerassem um sentimento especulativo na economia. As famílias e os agentes econômicos começaram a apostar a maioria da sua renda em especulação acionária, gerando um ciclo de inflação de ativos e, posteriormente, com o aumento das taxas de juros, esquemas *ponzi* de financiamento. A utilização da capacidade instalada, que se mostrava com valores altos durante mais da metade da década de 1920, por exemplo, já começa a cair nos 2 anos posteriores à crise (ver Gráfico 22). Com o aumento considerável dos juros em 1929 a situação não é mais sustentável, os agentes se veem incapacitados de honrar suas dívidas e a economia entra em colapso. De acordo com Minsky (1982), a partir de 1933, com a eleição de Roosevelt, muitas reformas no setor financeiro são feitas com a finalidade de regulá-lo e deixa-lo mais atrelado ao FED. Portanto, a partir de 1933 o sistema financeiro e a economia começam a se estabilizar, constatando o caráter cíclico do modelo minskyano.

Para a crise de 2007-2008 e a posterior CFI, o ciclo minskyano também é, em geral, constatado. O processo de globalização financeira iniciado em fins do século XX e início do século XXI enseja a ampliação das atividades especulativas e aumenta, ainda mais, a desregulamentação financeira, que já vinha se instaurando no sistema financeiro desde o final dos anos 1980. Com a integração dos mercados financeiros em nível internacional, as regras e instrumentos de política econômica se mostraram cada vez mais frágeis. As instituições internacionais e os pressupostos de Bretton Woods passaram a ser incapazes frente a uma crise em nível mundial. A economia norte-americana começa a desregular os seus mercados, tendo como principal gatilho a revogação da Lei Glass-Steagal em 1999 (ver mais em seção 2.2).

Tal desregulamentação financeira permite a constituição de um sistema secundário, o “sistema sombra”, no qual as instituições não reguladas pelo governo (sem controle, supervisão e garantias) atuavam cada vez mais emitindo ativos e alimentando o sistema especulativo. Com a revogação de leis e enfraquecimento de instituições em fins de século XX e início do século XXI, os especuladores financeiros se veem cada vez mais à vontade para continuar a desenfredda especulação financeira no início dos anos 2000.

Com a facilidade de crédito iniciada na virada para o século XXI, somado com o aumento da atividade e o atrativo mercado hipotecário norte-americano, um *boom* especulativo

é constatado na economia. Os ativos, em geral, novamente começam a se valorizar. O preço dos imóveis acaba se descolando do seu valor real, e, assim, entra-se numa espiral inflacionária de ativos. A origem da securitização e seu crescimento permitem o avanço da especulação, visto a falsa garantia de seguro contra inadimplência que passava. Com a elevação das taxas de juros pelo FED no início de 2004, a especulação avança ainda mais, com os especuladores ganhando mais lucros e esquemas *Ponzi* se mostrando novamente. Quando a situação se torna insustentável, o FED decide aumentar as taxas de juro, mas é tarde demais. A bolha estoura e entra-se em um período de recessão.

Dessa forma, nos dois momentos o ciclo minskyano é constatado. Nas duas crises, a economia sai de um momento de estabilidade econômica para um *boom* especulativo e um posterior colapso. Nos dois momentos os agentes econômicos admitem gastos maiores do que a renda corrente, estruturando esquemas *Ponzi*. Nos dois momentos a atividade bancária exerce um papel fundamental na desestabilização das relações econômicas. Ademais, nos dois momentos, nos períodos pré-colapso, a capacidade instalada que estava quase em total utilização, começa a decair, assim como o nível de preços em geral.

Além de tais conclusões, algumas outras constatações podem ser feitas quando se compara a GD e a CFI. No momento em que as duas crises se manifestaram, a redução da autonomia das políticas macroeconômicas (FERRARI-FILHO; SILVA, 2012), principalmente no momento pré-colapso, foi recorrente. No sistema monetário padrão câmbio-ouro, após a Primeira Guerra Mundial, a política monetária era operacionalizada para assegurar a paridade cambial, ao passo que no processo de globalização financeira, a partir dos anos 1980, devido ao sistema de taxas de câmbio flutuantes e livre mobilidade de capitais, a política monetária objetivava atrair capitais externos, via conta capital e financeira do balanço de pagamentos, tornando-se refém do jogo de confiança dos mercados financeiros. Nesse sentido, os dois períodos mostram perda de autonomia de políticas monetárias anticíclicas.

Com relação ao sistema financeiro, também há certa semelhança. O sistema financeiro norte-americano, na década de 1920, não era regulado e contava com uma estrutura bancária precária (FERRARI-FILHO; SILVA, 2012). Com a globalização financeira, a partir da década de 1980, as reformas reguladoras de 1933 de Franklin Roosevelt começam a ruir (MINSKY, 1982), e o sistema financeiro estadunidense se mostra novamente desregulado. Dessa forma, nos dois momentos o *boom* de especulação foi possibilitado pela geração de inovações

financeiras, características de mercados desregulados⁴¹. Mais especificamente, a alavancagem financeira verificada nos dois momentos na economia norte-americana ocorreu com uma elevada participação de empréstimos de fontes não-bancárias: agentes não regulados e não autorizados ao socorro estatal (FERRARI-FILHO; SILVA, 2012).

3.3 Os EUA frente às crises

Ao se analisar o período pós-colapso para as referidas crises nos EUA, nota-se um grande contraste: com a CFI, as Autoridades Econômicas (AE) dos EUA são mais ativas e as políticas econômicas contracíclicas são mais dinâmicas, enquanto na GD tanto as AE quanto as políticas econômicas contracíclicas eram mais passivas. A ação de Herbet Hoover, presidente dos EUA à época do colapso de 1929, foi muito conservadora na ocasião da GD.

A primeira reação de Hoover, quando do estouro da bolha, foi adotar o receituário liberal de corte de gasto público e aumento dos impostos, retirando dinheiro de circulação e, conseqüentemente, agravando ainda mais a recessão (KRUGMAN, 2009). De acordo com Galbraith (2010), o Presidente era claramente avesso a qualquer ação governamental para enfrentar a crise. As reuniões do Presidente com economistas na Casa Branca tinham somente o objetivo de sinalizar ações que, na prática, não eram implementadas (GALBRAITH, 2010). Ademais, o Presidente também demonstrava um falso otimismo à época:

“Em dezembro ele [Hoover] afirmou ao Congresso que as medidas por ele tomadas – em particular os encontros em nada a tratar na Casa Branca – haviam restabelecido a confiança. Em março de 1930, em seguida a uma enxurrada de previsões otimistas formuladas por seus subordinados, Hoover anunciou que as conseqüências mais graves do colapso em matéria de desemprego seriam extintas em 60 dias. Em maio, Hoover disse estar convencido de que “já passamos o pior, e com uma união determinada de esforços nos recuperaremos rapidamente”. (GALBRAITH, 2010, p. 139)

Além de sua aversão ao keynesianismo e uma demasiada preocupação com o equilíbrio fiscal do governo (LIMONCIC, 2009a), Hoover se mostrava contrário a qualquer auxílio direto àqueles atingidos pela crise econômica. Conforme o autor:

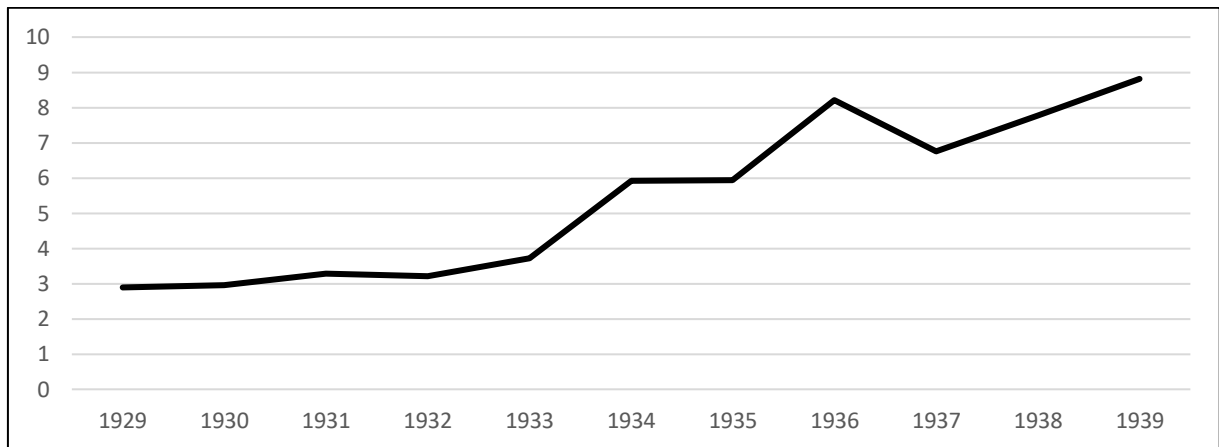
“Adepto fervoroso do individualismo, o presidente achava que cada americano devia se encarregar de sua própria sobrevivência e que dar dinheiro aos pobres lhe minaria a autoestima, aprofundando ainda mais os problemas por eles enfrentados. Tal visão

⁴¹ Vale ressaltar que as inovações financeiras foram muito mais intensas na última crise, tendo em vista o tamanho da globalização financeira.

acabaria resultando, em 1932, em um dos maiores desastres políticos de seus governo.” (LIMONCIC, 2009a, p. 129).

Somente com a eleição de Franklin Roosevelt, em 1933, é que o governo começa a abrir mão de maiores déficits governamentais como forma de retomar o crescimento econômico e sair da recessão (LIMONCIC, 2009a). O Gráfico 16, abaixo, nos mostra os gastos governamentais (US\$ bilhões) para os 10 anos subsequentes à crise, onde notamos que nos três primeiros anos subsequentes ao colapso os gastos ficam praticamente estáveis. Cabe ressaltar que, a partir de 1933, com Roosevelt e o seu *New Deal*, os gastos crescem exponencialmente.

Gráfico 16 – Gastos governamentais (US\$ bilhões), 1929-1939



Fonte: (FED, 2017f). Elaboração própria.

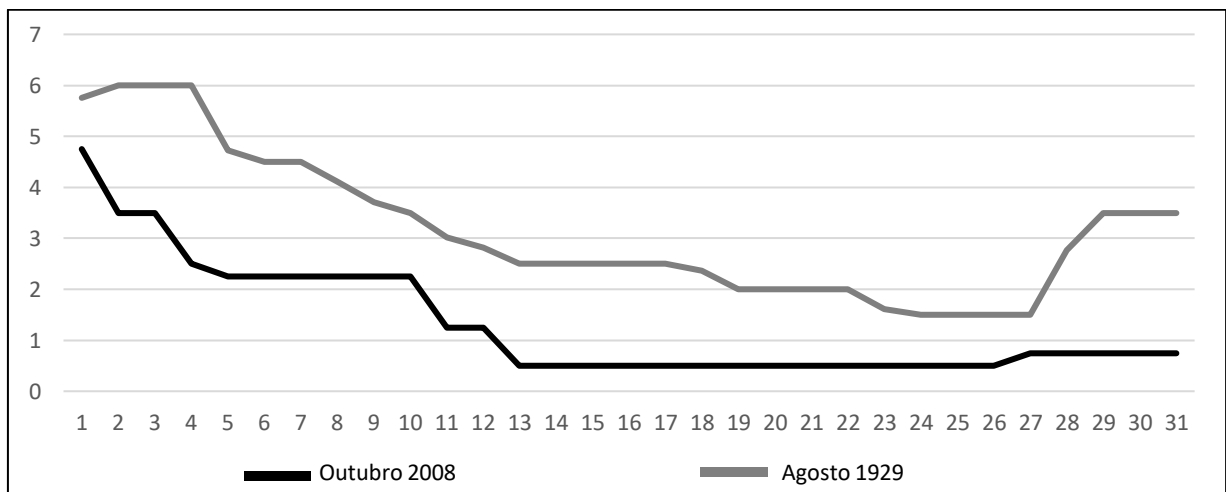
A política monetária, nos EUA, no período pós-*crash* de 1929, também era passiva e pouco exitosa. De acordo com Gazier (2014), a política monetária inepta do FED transformou uma simples recessão em uma catástrofe mundial. A referida política se dava nos moldes liberais, e consistia em nunca socorrer com eficácia os bancos americanos – e cada vez menos à medida que as dificuldades aumentavam. A retração da base monetária dos EUA, entre 1929 e 1933, foi de um terço (FRIEDMAN; SCHWARTZ, 1963), piorando a situação dos bancos e das instituições financeiras, dificultando a possibilidade de refinanciamento da atividade econômica (MINSKY, 1982).

Bordo (2014) nos mostra que a reação do FED aos pânico bancários de 1929-1933 foi inócua, tendo pouco efeito para conter a deflação e estabilizar e recuperar a atividade

econômica⁴². De acordo com o autor, o FED, à época, não conseguiu atuar como prestador de última instância. Os bancos comerciais, portanto, não tinham uma liderança para seguir⁴³. Assim, somente com as reformas feitas por Roosevelt, a partir de 1933, é que o sistema bancário norte-americano se mostra mais regulado e o FED passa a ter com uma posição de maior liderança perante os sistema financeiro (BORDO, 2014)⁴⁴. Dessa forma, “a política monetária dos anos 1920, que fora ‘ativa, vigorosa, confiante em si mesma’, é em tudo oposta à de 1929-1933, que fora “passiva, defensiva e hesitante” (GAZIER, 2014, p. 104).

O Gráfico 17, abaixo, faz uma comparação da evolução das taxas de juros, meses após os colapsos de 1929 e 2008. Notamos que a reação das taxas de juros para a CFI é muito mais rápida do que no período da GD: a queda mais rápida das taxas de queda são maiores na crise de 2007-2008 do que na crise de 1929-1933. Em suma, as taxas de juros se mostravam muito mais flexíveis na CFI do que na GD.

Gráfico 17 – Evolução da Taxa de Juros, meses após a crise, 1929 e 2008



Fonte: (FED, 2017g). Elaboração própria.

⁴² “The New York FED reacted swiftly to the October 1929 Wall Street stock market crash. However the FED largely ignored the banking panics of 1930-1933 and did little to arrest large declines in the price level and real output. The FED clearly failed to serve as a lender of last resort.” (BORDO, 2014, p. 129).

⁴³ “On top of these serious flaws in the instruments of FED LLR policy, the FED’s decentralized structure proved unwieldy in responding to the financial crisis. [...] in the absence of effective leadership, the individual Reserve Banks acted competitively at critical points during the Depression.” (BORDO, 2014, p. 130).

⁴⁴ “In reaction to the Great Contraction [...] major reforms of all aspect of the financial system were implemented. To prevent banking panics before they could start, federal deposit insurance (FDIC) was instituted in the Banking Act of 1933. Coverage was initially set at US\$ 2500 to cover low moderate accounts and has been subsequently been revised upwards many times. The Banking Acts of 1933 and 1935 made significant changes in the structure and authority of the Federal Reserve System. Policy making authority was concentrated within the Board of Governors and the Fed’s lender of last resort authority was greatly enhanced so that it had the tools to do what it could not have done in the Great Contraction.” (BORDO, 2014, p. 130).

A política monetária, após o estouro da bolha *subprime*, foi muito mais expansionista do que aquela utilizada na GD. Além da abrupta queda dos juros, na CFI, o FED, inicialmente, lidou com a escassez de liquidez através da facilitação de crédito no mercado interbancário (BORDO, 2014). Além disso, o Banco Central americano estabelece o TAF (*Term of Auction Facility*)⁴⁵, que, em suma, era uma política de refinanciamento para bancos de investimentos. No âmbito do programa, os leilões do FED garantiam empréstimos com prazos estendidos para instituições depositárias que estivessem “em condições financeiras geralmente sólidas” e “esperadas a continuarem assim nos termos de empréstimos TAF” (BORDO, 2014).

Além do TAF, vale mencionar o plano TARP (*Trouble Asset Rescue Program*), organizado por Ben Bernanke, em estreita cooperação com Henry Paulson, que nada mais era do que uma intervenção direta do FED: um *bailout* de US\$ 700,0 bilhões para a compra de ativos *subprime* podres das instituições financeiras. De acordo com Morris (2009), essa intervenção do FED, iniciada em fins de 2007 e início de 2008, aliada à administração das taxas de juros, teve grande importância para mitigar o colapso financeiro.

Dessa forma, Duménil e Lévy (2014) resumem as seguintes ações exitosas do governo norte-americano, após o colapso de 2007-2008, para a retomada da estabilização financeira e do crescimento econômico: (i) oferta de novos empréstimos às instituições financeiras como forma de refinanciamento e retomada da atividade⁴⁶; (ii) compra pelo Tesouro de ações recém-emissas pelas instituições financeiras, chamado de “financiamento de capital”; (iii) ajuda a aquisições, fusões e transformações do *status* legal das corporações, incorporando-as às novas regulações; (iv) tipos específicos de facilidades de empréstimos às corporações financeiras quando oferecem novos empréstimos às famílias ou a empresas não financeiras, como forma de estimular a demanda interna; (v) ajuda direta aos gastos das famílias; e (vi) substituição direta dos mecanismos privados pelas instituições centrais, na medida em que agências federais garantiam a continuação da securitização, com o FED comprando altos volumes de títulos lastreados em hipotecas.

Ademais da política monetária, a política fiscal em 2008 também contrasta com a de 1929. Logo ao assumir a presidência em 2008, o presidente Barack Obama dá continuidade e intensifica os gastos governamentais já começados na gestão Bush. Segundo Souza (2009c), a

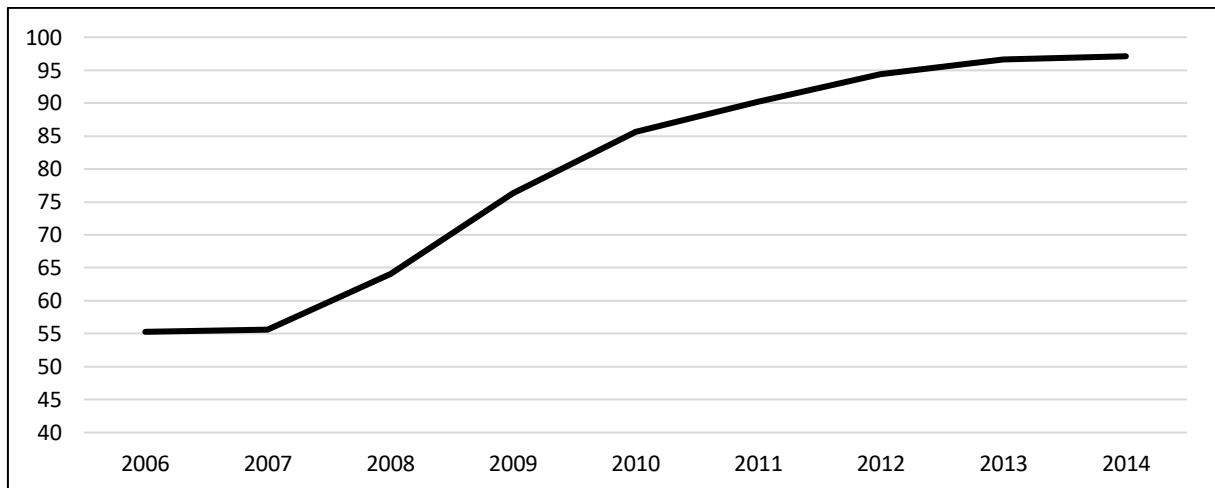
⁴⁵ “[...] as the crisis deepened and there were few responses, it [FED] established the Term of Auction Facility (TAF) under which the FED auctioned credit to depositary institutions for up to three months to circumvent the ongoing stigma of turning to the discount window. TAF loans were three times greater than traditional discount window loans and went at a significant premium.” (BORDO, 2014, p. 131).

⁴⁶ De acordo com Souza (2009c), o FED, em 2008, começou a injetar grandes montantes de dinheiro no sistema bancário a fim de cobrir os prejuízos com a queda do valor das hipotecas e dos títulos por elas alavancados.

política fiscal se dava da seguinte maneira: investimento em infraestrutura e sociais, atrelados a uma diminuição da carga tributária, principalmente dos setores mais utilizados pelas famílias de baixa renda.

Sendo assim, para o ano de 2008, os gastos governamentais demonstram crescimento, como mostra o Gráfico 18. Os gastos saem de uma média de crescimento de 45,0% do PIB em 2006, para um valor de 65,0% em 2008 e 75,0% em 2009, até se estabilizar em 97,0% em 2013, demonstrando uma forte atuação do governo através dos gastos como forma de retomar o crescimento econômico, diferentemente da atuação em 1929-1933 (ver gráfico 16).

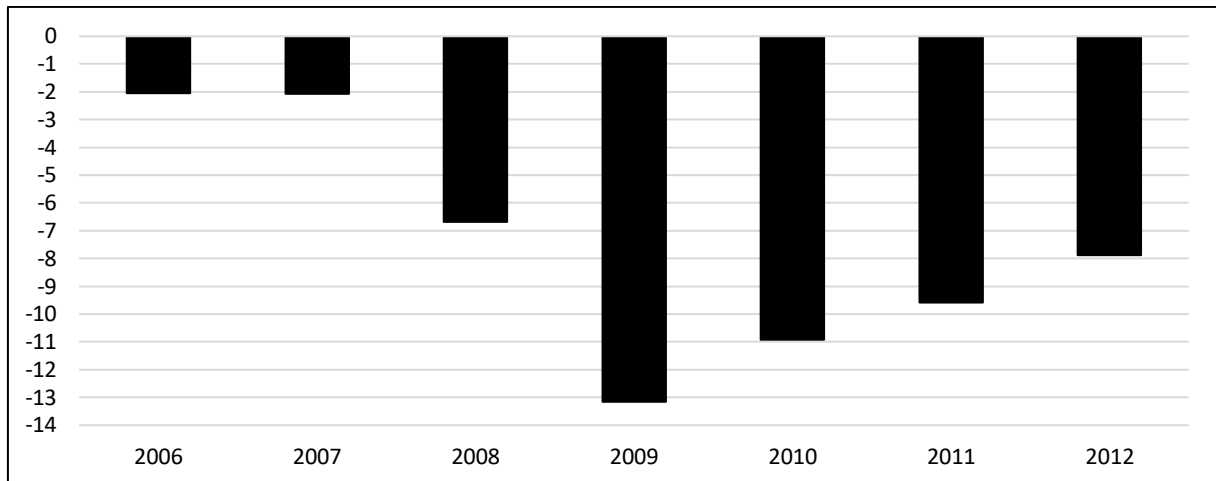
Gráfico 18 – Gastos governamentais dos Estados Unidos (% do PIB), 2006-2014



Fonte: (FED, 2017h). Elaboração própria.

O resultado fiscal os EUA, como mostra o Gráfico 19, também demonstra uma variação bem considerável. Saindo de um patamar de -2,0% do PIB em 2006 e 2007, o déficit cresce já em 2008, com um valor de quase -7,0% do PIB. Em 2009, o resultado fiscal dos Estados Unidos é um dos menores da história, mostrando um valor de -13,2% do PIB.

Gráfico 19 – Resultado Fiscal dos Estados Unidos (% do PIB), 2006-2012



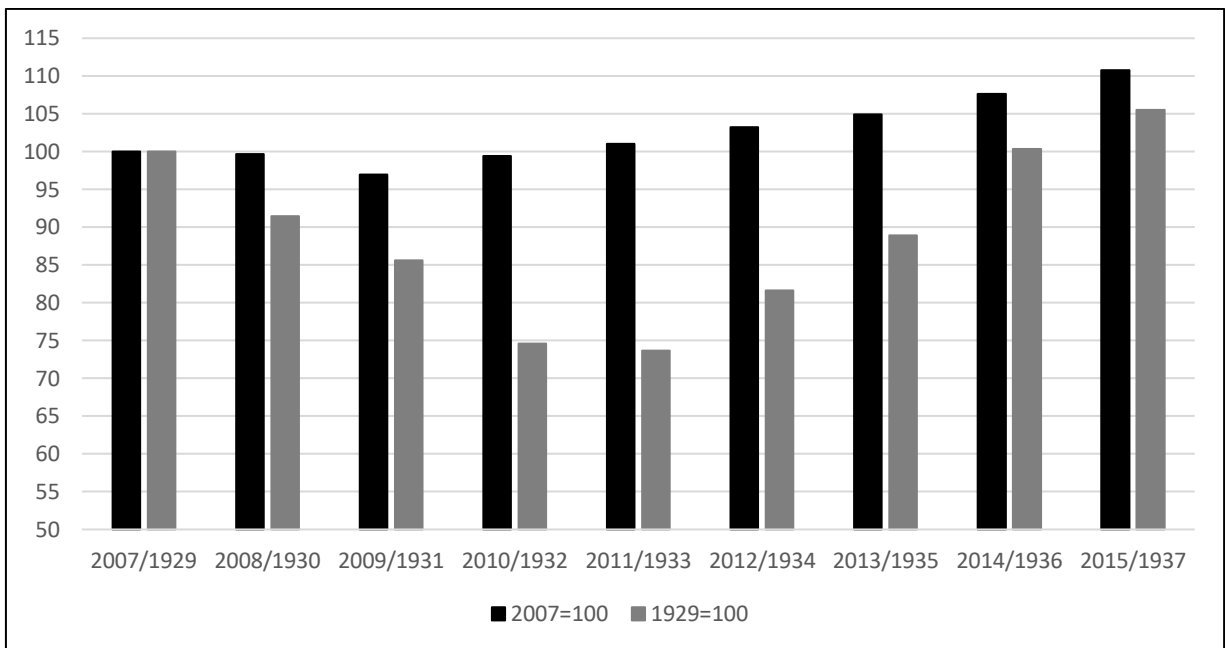
Fonte: (IMF, 2017e). Elaboração própria.

Dessa forma, nota-se que a resposta dos EUA para a crise de 2007-2008 é muito mais ativa do que a ação passiva de Hoover ao se deparar com o *crash* de 1929. De acordo com Minsky (1982), a falta de responsabilidade do FED em 1929-1933, junto com a pouca atuação do Governo Central e a sua preocupação com o ajuste fiscal, foram fatores que desencadearam e pioraram os desdobramentos da GD. Souza (2009c) nos diz que as políticas expansionistas utilizadas pelos EUA para mitigar os efeitos da CFI impediram uma recessão do tamanho da GD.

3.4 Os números em comparação

Tendo em vista o grande impacto das referidas crises na economia mundial, a presente seção tem por objetivo analisar o impacto das duas crises em algumas variáveis macroeconômicas. Pelo PIB real dos EUA, conforme mostra o Gráfico 19, abaixo, nota-se que a queda na GD é muito maior do que na crise de 2007-2008, além de demorar 7 anos para retornar ao patamar de crescimento do período pré-crise. Na crise de 2007-2008 há uma retração do PIB para o ano de 2009, bem como em 2010 a recuperação ocorre, sendo que em 2011 o crescimento real do PIB ultrapassa os valores de pré-crise.

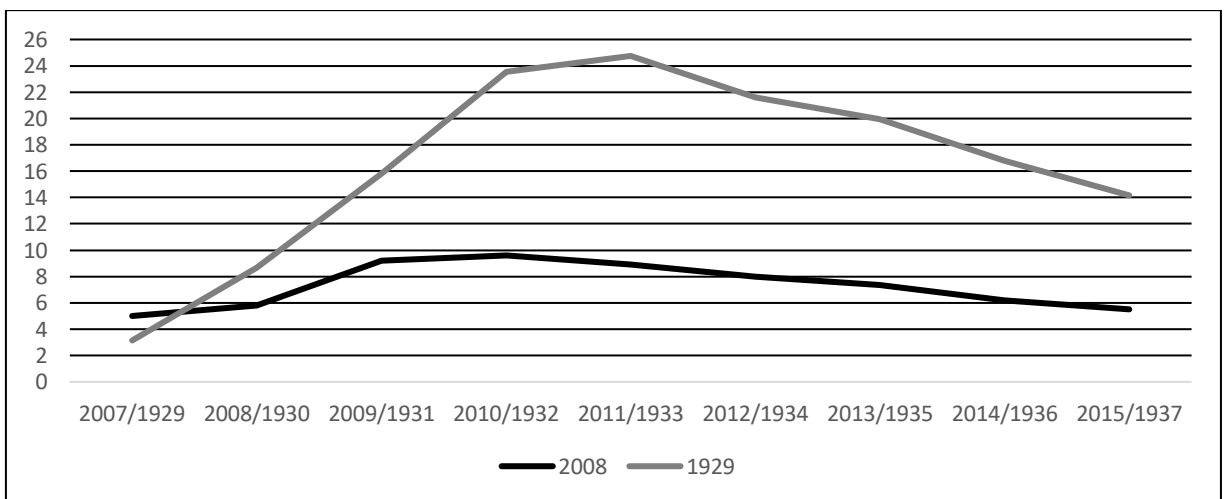
Gráfico 20 – Índice PIB Real para os Estados Unidos, (2007=100 e 1929=100), 1929-1937 e 2007-2015



Fonte: (FED, 2017i). Elaboração própria.

A taxa de desemprego também tem diferenças significativas. Na GD as taxas de desemprego são muito maiores do que as referidas taxas na CFI, como mostra o Gráfico 20, abaixo: o desemprego sai de taxas de 3,0% em 1929 e em menos de quatro anos já está em mais de 24,0%. Na CFI o desemprego também se eleva, mas a taxas menores; ademais, em sete anos após a crise, a taxa de desemprego é muito parecida às referidas do período pré-colapso.

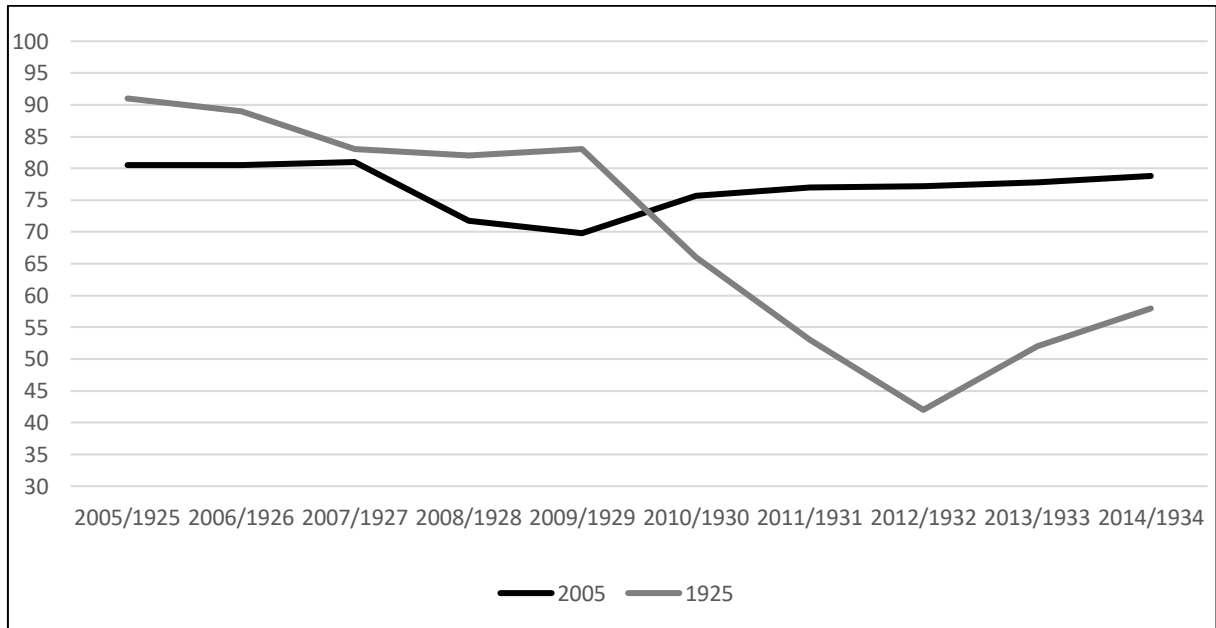
Gráfico 21– Taxa de desemprego para os Estados Unidos (%), 2007-2015 e 1929-1937



Fonte: (FED, 2017a; IMF, 2017d). Elaboração própria.

A utilização da capacidade instalada dos EUA, nos dois momentos, também apresenta comportamentos diferentes, sendo que na GD a ociosidade é maior e a recuperação da capacidade instalada é mais lenta.

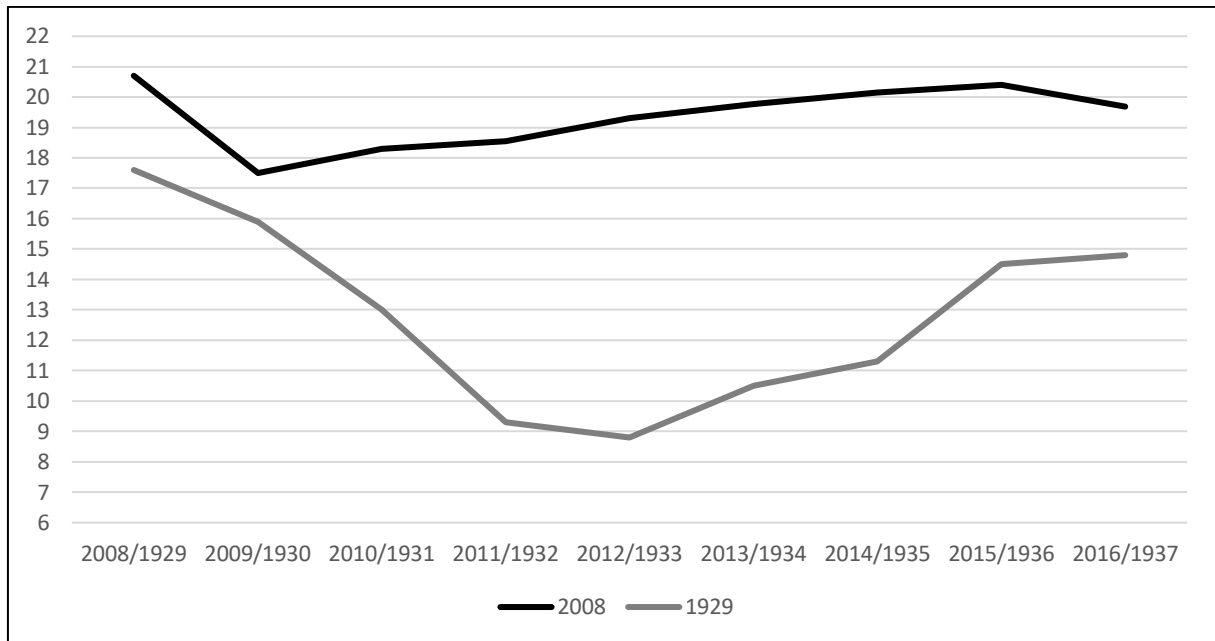
Gráfico 22 – Utilização da capacidade instalada dos Estados Unidos (%), 2005-2014 e 1925-1934



Fonte: (FED, 2017j). Elaboração própria.

O investimento total no País, como participação do PIB, teve queda mais severa e mais longa também na GD. Enquanto em 2009, um ano após o colapso, o investimento começava a se recuperar, na GD o investimento continuou caindo do colapso até o vale em 1933; somente a partir de então, com a dinamização econômica e a política expansionista de Franklin Roosevelt, o investimento começa a se recuperar.

Gráfico 23 – Investimento total dos Estados Unidos (% do PIB), 2008-2016 e 1929-1937



Fonte: (FED, 2017f). Elaboração própria.

3.5 Considerações preliminares

A partir das comparações apresentadas durante o capítulo, algumas considerações preliminares podem ser feitas. Ao analisar o período pré-colapso, em ambas as crises, nota-se que a desregulamentação financeira esteve no cerne das crises. Na GD e na CFI a especulação financeira e o *boom* especulativo, sejam pelo elevado ritmo de crescimento econômico, seja pela globalização financeira, foram peças fundamentais no desenvolvimento das crises e nas posteriores recessões. Em ambos os momentos, há uma sobrevalorização dos ativos atrelada a um crescimento das posições *Ponzi*. O ciclo minskyano, de forma geral, é observado na GD e na CFI.

Os impactos sobre variáveis macroeconômicas são, entretanto, diferentes nos dois períodos. A recessão, de forma geral, se mostra muito mais severa na GD do que na CFI, quando se analisa as taxas de crescimento do PIB e do desemprego, por exemplo. Parte disso pode ser explicado pela maior atuação das AE na crise de 2007-2008, quando comparada com a atuação delas na GD. Como foi mostrado nas seções anteriores, as AE dos EUA, com a CFI, executam mais políticas fiscais expansionistas do que aquelas implementadas na GD. Ademais, o FED, pós-crise de 2007-2008, teve uma posição de maior liderança e atuou muito mais como prestador de última instância do que quando comparado com a sua atuação na GD.

Diante do exposto, sintetizando, podemos reestruturar a Tabela de Minsky, no que tange a resposta dos Estados Unidos, para as duas referidas crises, da seguinte maneira:

Figura 2 – “Truth Table” de opções de políticas para 1929-1933 e 2007-2008

		Emprestador de última instância	
		Yes	No
Déficit Governamental	Yes	CFI	Yes – No
	No	No – Yes	GD

Fonte: (MINSKY, 1982, p. xxi). Elaboração própria.

CONCLUSÃO

O presente trabalho tinha como objeto de pesquisa analisar as duas crises mais impactantes que o mundo já vivenciou: a de 1929-1933 e a de 2007-2008. A partir daí, buscou-se investigar, os seus três objetivos principais: i) mostrar as origens e os desdobramentos das duas respectivas crises; ii) mostrar os desdobramentos das duas crises nas principais variáveis macroeconômicas dos EUA; e iii) analisar comparativamente as duas crises em suas origens, desdobramentos e a resposta que os EUA deram para mitigar os efeitos depressivos dos respectivos colapsos.

No primeiro capítulo tentou-se responder o primeiro objetivo e mostrar as origens e os desdobramentos da crise de 1929-1933. Como mostrado no capítulo, há um relativo *boom* econômico nos EUA na década de 1920. O número de estabelecimentos industriais cresce exponencialmente e a produção de automóveis mais que triplica, entre 1925 e 1929 (GALBRAITH, 2010). Como consequência do maior dinamismo econômico, a produção, o consumo e o emprego, na primeira metade da década de 1920, eram elevados e em ascensão (GAZIER, 2014). O nível de preços na economia demonstrava considerável estabilidade e os ganhos empresariais elevavam-se rapidamente, sendo uma época muito favorável aos negócios.

Ao longo dos anos 1920, a expansão do consumo e dos lucros dos empresários faz com que um sentimento especulativo tome conta da economia norte-americana. Como nos mostra Chancellor (1999), o sentimento de oportunidade de enriquecer rápido e fácil, através do mercado acionário, estava no dia a dia de quase todos os cidadãos norte-americanos. As corretoras de ativos expandiram-se rapidamente na segunda metade da década de 1920 pelos EUA; estima-se que só entre 1928 e 1929 mais de 600 corretoras de ações foram abertas nos EUA (CHANCELLOR, 1999). Embora os bancos comerciais fossem proibidos de negociar ações, eles controlavam a lei usando organizações subordinadas para vender suas ações. Assim, a especulação financeira aumentava ainda mais, impulsionado por uma desregulamentação da estrutura bancária. Por conseguinte, a especulação, estimulada por um *boom* de crédito na década de 1920, foi um dos propulsores da crise.

Entretanto, como nos mostra Galbraith (2014), essa especulação desenfreada foi possibilitada em grande parte pela passividade do governo e do FED face à desregulamentação financeira. O governo norte-americano, embora soubesse que o valor das ações passou a não acompanhar o valor da produção das empresas, de nada fazia para cessar esse movimento inflacionário (CHANCELLOR, 1999). Ademais, estava a par dos números de bancos de investimento que foram criados na época, e todas as suas irregularidades institucionais

(GALBRAITH, 2010). Os aumentos de juros do FED, nos anos finais da década de 1920, concentravam ainda mais a renda, pioravam a situação para a população de baixa renda e não afetavam os especuladores da forma esperada, uma vez que esses estavam propensos a pagar preços maiores pelo dinheiro, desde que o rendimento futuro esperado fosse elevado (BUENO, 2009).

Dessa forma, esquemas *Ponzi* começam a se formar na economia norte-americana, já para os anos finais da década de 1920. Somado a isso, Galbraith (2010) elenca cinco fatores que foram cruciais como desencadeadores da crise nos EUA: (i) a má distribuição de renda; (ii) a má estrutura das empresas; (iii) a má estrutura bancária; (iv) o estado incerto da balança comercial; e (v) a insuficiência dos conhecimentos econômicos pelos gestores da economia.

A desaceleração industrial americana no início dos anos 1929 dá início ao enfraquecimento da bolsa de Nova Iorque. Com os posteriores dias negros, a bolsa colapsa e não consegue se estabilizar tão cedo. Os grandes investidores que possuíam grandes volumes de ações começam a falir, visto o processo deflacionário. Consequentemente, uma grande gama de empresas e bancos começam a falir. Há uma contração de crédito e a recessão toma conta do País. No âmbito internacional, a consequência mais marcante é a cessão de empréstimos dos EUA para os países, em especial os países europeus devastados pós-Primeira Guerra Mundial, e a grande contração do comércio, que só vai voltar ao seu nível de atividade normal após 1933.

No segundo capítulo mostrou-se as origens e os desdobramentos que a CFI, originada a partir da crise da bolha *subprime*, teve na economia norte-americana. De acordo com Serrano (2008), a globalização financeira iniciada nos anos 1980 e todo o seu impacto na desregulamentação dos mercados financeiros, principalmente o norte-americano, foi um dos pilares da estruturação da referida Crise.

A estrutura financeira dos EUA, com todas as mudanças institucionais feitas no final do século XX e início do século XXI, se mostrou muito frágil. O grande nível de especulação na economia, alimentado por vários fatores, mas entre eles pelo *boom* de crédito desregulado dos anos 2000, foi também um fator de crucial importância na estruturação da crise e na valorização das hipotecas *subprime*. Estas, por sua vez, foram impulsionadas pelo surgimento do “sistema sombra”, que ao se defrontar com uma situação de competitividade e queda nos lucros, originava empréstimos sem critério e os dinamizava em títulos de dívida.

A negligência das empresas classificadoras de risco, ao negarem a situação insustentável pela qual a economia norte-americana estava passando, aliado aos modelos de previsão com base na moderna teoria ortodoxa de financiamento, alimentaram ainda mais a especulação

financeira nesse ramo. Segundo Carvalho (2008), como a economia havia passado por um período de relativa prosperidade na década de 1990, os modelos de crédito sugeriam que a *performance* da economia iria se manter. Como resultado, o valor de hipotecas *subprime* aumentou mais de US\$ 400,0 bilhões entre 2001 e 2005. Soma-se a isso, o grande crescimento das securitizações. Para o ano de 2006, mais de 80,6% dos empréstimos *subprime* carregavam algum tipo de *hedge*. Com o aumento das taxas de juros pelo FED, e todo o impacto nos empréstimos *subprime* que tinham sido feitos a taxas flutuantes, a crise tornava-se inevitável.

No terceiro e último capítulo buscamos fazer uma análise comparativa dos dois momentos no que tange: i) ao ambiente institucional pré-colapso; ii) os impactos e desdobramentos nas principais variáveis macroeconômicas; e iii) a resposta que os EUA deram para mitigar os efeitos de ambas as crises. No que tange ao primeiro ponto, ao analisarmos o período pré-colapso, em ambas as crises, nota-se a desregulamentação financeira como cerne dos acontecimentos. Tanto na GD quanto na CFI a especulação financeira e o *boom* especulativo foram peças fundamentais no desenvolvimento das crises e nas posteriores recessões. Em ambos os momentos o ciclo minskyano pode ser constatado, pois, tanto na GD quanto na CFI, a economia sai de um momento de estabilidade econômica para um *boom* especulativo e um posterior colapso. Os agentes econômicos admitem gastos maiores do que a renda corrente, estruturando esquemas *Ponzi* e uma sobrevalorização dos ativos. Ademais, nos dois momentos a atividade bancária exerce um papel fundamental na desestabilização das relações econômico-financeiras.

Ao analisarmos as consequências da crise para a economia estadunidense nota-se que os impactos sobre as variáveis macroeconômicas são, entretanto, diferentes nos dois períodos. Pela análise do PIB real dos EUA, nota-se que a queda da atividade na GD é muito maior do que na crise de 2007-2008, além de demorar quase oito anos para retornar ao patamar de crescimento do período pré-crise. Na crise de 2007-2008 há uma retração do PIB para o ano de 2009, bem como em 2010 a recuperação ocorre, sendo que em 2011 o crescimento real do PIB ultrapassa os valores de pré-crise. A taxa de desemprego também tem diferenças significativas. Na GD as taxas de desemprego são muito maiores do que as referidas taxas na CFI. O desemprego sai de taxas de 3,0% em 1929 e em menos de quatro anos já está em mais de 24,0%. Na CFI o desemprego também se eleva, mas a taxas menores; ademais, em sete anos após a crise, a taxa de desemprego é muito parecida às referidas do período pré-colapso. A utilização da capacidade instalada dos EUA, nos dois momentos, também apresenta comportamentos diferentes, sendo que na GD a ociosidade é maior e a recuperação da capacidade instalada é

mais lenta. O investimento total no País, como participação do PIB, teve queda mais severa e mais longa também na GD. Enquanto em 2009, um ano após o colapso, o investimento começava a se recuperar, na GD o investimento continuou caindo do colapso até o vale em 1933; somente a partir de então, com a dinamização econômica e a política expansionista de Franklin Roosevelt, o investimento começa a se recuperar. Portanto, de forma geral, nota-se que a recessão foi muito mais severa na GD que na CFI.

Respondendo o terceiro ponto, os gastos governamentais dos EUA no período pós-crise do *subprime* são muito maiores do que os gastos mostrados na GD. Parte disso é explicado pela completa aversão que o presidente Hoover tinha a qualquer intervenção do Estado na economia. Dessa forma, enquanto na GD, os gastos governamentais só vão crescer três anos depois do colapso, com a política expansionista de Franklin Roosevelt, na CFI, já para o ano de 2008, o governo demonstra um crescimento dos gastos. Assim, o déficit fiscal norte-americano cresce de 6,7% do PIB (2008) para 13,0% do PIB (2009). A política monetária também se mostrou mais expansionista na CFI do que na GD. As taxas de juros caem a taxas muito maiores e mais rápidas na CFI. Ademais, o FED lança programas de refinanciamento de instituições e fomento de crédito que não foram vistos no período da GD.

Dessa forma, chega-se à conclusão de que a atuação das AE na crise de 2007-2008, quando comparada com a atuação delas na GD, foi muito mais ativa. Como foi mostrado nas seções anteriores, as AE dos EUA, com a CFI, executam mais políticas fiscais expansionistas do que aquelas implementadas na GD. Ademais, o FED, pós-crise 2007-2008, teve uma posição de maior liderança e atuou muito mais como prestador de última instância do que quando comparado com a sua atuação na GD. Convalida-se aqui, então, a hipótese principal deste trabalho, de que os EUA, na crise de 2007-2008, com suas políticas econômicas para mitigar a crise, tenderam a adotar mais políticas anticíclicas, em vez do receituário liberal de ajuste fiscal e contração de gastos, adotado no período posterior ao *crash* de 1929.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARRIGHI, Giovanni. **O Longo Século XX**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2016.

BERNANKE, Ben. **Remarks by Governor Ben S. Bernanke: Money, Gold and the Great Depression**, at the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington and Lee University, Lexington, Virginia. Março de 2004. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>> Acesso em 30/10/2017.

BORDO, Michael. **Rules for a Lender of Last Resort: An Historical Perspective**. California: Hoover Institution Stanford, 2014.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **A Crise e Recuperação da Confiança**. In: Dossiê da Crise. Associação Keynesiana Brasileira: 2008. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>. Acesso em: 10/11/2017.

BUENO, Eduardo Urbanski. **Paradigmas Técnico-econômicos, Pactos de Elites e o Sistema Monetário Internacional**. Monografia (Bacharelado em Relações Internacionais) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS. Real GDP Growth 1929-1940. Washington D.C., 2017. Disponível em: <https://bea.gov/national/index.htm#gdp>. Acesso em: 05/12/2017

CHANCELLOR, Edward. **Salve-se quem puder**. Uma história da especulação financeira. São Paulo: Companhia das Letras, 1999.

COUTINHO, Luciano e BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **“Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas**. Campinas: Economia e Sociedade, 1998. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/download/8643156/10705>>. Acesso em: 19/11/2017.

DEOS, Simone. A contemporaneidade de Minsky. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). **Dossiê da crise**. Nov. 2008. p.20-23.

DUMÉNIL, G. e LÉVY, D. **A Crise do Neoliberalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Discount, interest rate for the United States**. St. Louis, 2017g. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRUSM193N>>. Acesso em: 05/12/2017.

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Government Expenditures for the United States**. St. Louis, 2017f. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/AFEXPND>>. Acesso em: 05/12/2017.

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Government Expenditures for the United States as percentage of GDP**. St. Louis, 2017h. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/search?st=government+expenditures+percentage>>. Acesso em: 05/12/2017

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Industry capacity for the United States**. St. Louis, 2017j. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/TCU>>. Acesso em: 05/12/2017.

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Interest rate, Discount Rate for the United States (%)**. St. Louis, 2017b. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRUSM193N>>. Acesso em: 05/12/2017.

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Personal Consumption Expenditures**. St Louis, 2017d. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/PCECA>>. Acesso em: 05/11/2017

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Real Gross Domestic Product for the United States**. St. Louis, 2017i. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/search?st=real+gross+domestic+product>>. Acesso em: 05/12/2017.

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Real Gross Domestic Product**. St Louis, 2017e. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>>. Acesso em: 05/12/2017.

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index**. St. Louis, 2017c. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA>>. Acesso em: 05/11/2017.

FEDERAL RESERVE ECONOMIC DATA. **Unemployment rate for United States (%)**. St. Louis, 2017a. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/M0892AUSM156SNBR>>. Acesso em: 05/12/2017.

FERRARI FILHO, Fernando & SILVA, Gustavo Teixeira Ferreira da. **A crise financeira internacional de 2007-8 e a Grande Depressão: uma análise comparativa**. UFRGS. Porto Alegre, p. 3-25. jan. 2012. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2011/34.pdf>>. Acesso em: 26 de abril 2017.

FIORI, J. L. **Globalização, Hegemonia e Império**. In: TAVARES, M. C. e FIORI, J. L. Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

FIORI, J. L. **O poder americano**. Rio de Janeiro: Vozes, 2007.

FRIEDMAN, Milton e SCHWARTZ, Anna Jacobson. **A Monetary History of the United States 1867-1960**. Princeton: Princeton University Press, 1963.

GALBRAITH, John Kenneth. **1929: A Grande Crise**. São Paulo: Larousse do Brasil, 2010.

GAZIER, Bernard. **A crise de 1929**. São Paulo: L&PM, 2009.

HOBBSAWN, Eric. **A Era dos Extremos: o breve século XX(1941-1991)**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Current account for the United States**; IMF, 2017a. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weoselgr.aspx>>. Acesso em: 10/11/2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **General government primary net lending/borrowing**. IMF, 2017b. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weoselgr.aspx>>. Acesso em: 10/11/2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Government lend/borrowing result as percentage of GDP**. IMF, 2017e. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/search?st=government+expenditures+percentage>> . Acesso em: 05/12/2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Total investment as percentage of GDP for the United States**. IMF, 2017f. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weoselser.aspx?c=111&t=1>>. Acesso em: 05/12/2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Trade volume (%)**. IMF, 2017c. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weoselgr.aspx>>. Acesso em: 10/11/2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Unemployment rate for the United States (%)**. IMF, 2017d. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weoselgr.aspx>>. Acesso em: 10/11/2017.

KENNEDY, Paul. **The Rise and Fall of The Great Powers**. New York: Vintage, 1987.

KINDLEBERGER, Charlie P.; ALIBER, Robert Z. **Manias, pânico e crises**. São Paulo: Saraiva, 2013.

KREGEL, Jan A. **Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais**. Campinas: Economia e Sociedade, 1996. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=449&tp=a>>. Acesso em: 19/11/2017.

KREGEL, Jan. **Changes in the US Financial System and the Subprime Crisis**. Economics Working Paper Archive. New York: n. 530, April 2008.

LIMONCIC, Flávio. **A Grande Depressão: Política e Economia na década de 1930**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009b.

LIMONCIC, Flávio. **Os Inventores do New Deal: Estado e sindicatos no combate à Grande Depressão**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009a.

LIN, Melissa. **Glass-Steagall Act: Did Its Repeal Cause the Financial Crisis?** Disponível em: <<https://www.toptal.com/finance/investment-banking-freelancer/glass-steagall-act>>. Acesso em: 10/11/2017.

MINSKY, Hyman. **Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance**. Armonk, New York: M. E. Sharpe, 1982.

MINSKY, Hyman. Capitalist financial processes and the instability of capitalism. **Journal of Economic Issues**, n. 14, Jun. 1980. Reimpresso em Minsky (1982). Disponível em: <http://www.levyinstitute.org/pubs/Tymoigne_1.pdf>. Acesso em: 8 jun. 2017.

MORRIS, Charles R. **O Crash de 2008: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito**. São Paulo: Aracati, 2009.

OECD. **Production of total industry index**. OECD, 2017a. Disponível em: <<http://stats.oecd.org>>. Acesso em: 20/11/2017.

POLANYI, Karl. **A Grande Transformação: origens de nossa época**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

PRATES, D. M. et al. **A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional**. In: Dossiê da Crise. Associação Keynesiana Brasileira: 2008. Disponível em: <http://www.pppe.ufrgs.br/akb>. Acesso em: 10/11/2017.

SERRANO, Franklin. **A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial dos anos 2000**. In: FIORI, J. L.; MEDEIROS, Carlos e SERRANO, Franklin. **O Mito do Colapso do Poder Americano**. Rio de Janeiro: Record, 2008.

SILVA, Gustavo F. T. **As crises financeiras mundiais de 1929 e 2008: Uma análise comparativa a partir da abordagem pós-keynesiana**. Dissertação de Mestrado em Economia do Desenvolvimento – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

SOUZA, N. A. **A Grande Depressão abala os alicerces da economia mundial**. In: _____. **Economia Internacional Contemporânea: Da Depressão de 1929 ao Colapso Financeiro de 2008**. São Paulo: Atlas, 2009.

SOUZA, N. A. **O Estado é chamado para salvar o mercado**. In: _____. **Economia Internacional Contemporânea: Da Depressão de 1929 ao Colapso Financeiro de 2008**. São Paulo: Atlas, 2009c.

SOUZA, N. A. **O Neoliberalismo e o Consenso de Washington**. In: _____. **Economia Internacional Contemporânea: Da Depressão de 1929 ao Colapso Financeiro de 2008**. São Paulo: Atlas, 2009b.

TAVARES, M. C. **A Retomada da Hegemonia Norte-Americana.** In: TAVARES, M. C. e FIORI, J. L. Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

TAVARES, M. C. e FIORI, J. L. **Poder e dinheiro:** uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

TRIFFIN, R. **Our International Monetary System.** Yale University Press, 1968.