

A Grande Depressão e a Grande Recessão: Uma comparação das crises de 1929 e 2008 nos EUA

Luiz Carlos Delorme Prado *

1- Considerações Iniciais

Quando o FED (Federal Reserve) permitiu a falência do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008, a situação no mercado bancário norte-americano podia ser adequadamente descrita como pânico. Este foi um momento crucial em um processo que começou nos primeiros meses de 2007 com o estouro da bolha imobiliária e o *crash* no mercado de Subprime nos EUA. A crise bancária demorou mais de um ano para eclodir - alcançou seu apogeu em outubro de 2008, quando os bancos do *Federal Reserve Fund* suspenderam, em massa, empréstimos no *Federal Funds Market*.¹ Os efeitos da crise bancária sobre a oferta de crédito (ou seja, o *credit crunch*), sobre os mercados de ativos e, ainda, sobre a confiança de empresários e consumidores afetaram o setor real da economia provocando uma violenta recessão nos EUA e no resto do mundo.²

Em outubro de 1929, há exatamente 69 anos da crise bancária de 2008, um *crash* na Bolsa de Valores de Wall Street encerrou uma bolha no mercado de ações. A quinta-feira, 24 de outubro de 1929 foi o primeiro dia identificado como o Pânico de 1929. Nesse dia, 12.894.650 ações mudaram de mãos - em princípio não havia compradores, só por preços cada vez mais baixos alguém podia ser induzido a comprar. Às 11 horas da manhã a situação no mercado tinha, nas palavras de Galbraith: “*degenerado em um selvagem, louco frenesi de venda*”³ Uma característica desse mercado, nessa época, era o uso de crédito para comprar ações. Investidores recebiam “*margin loans*”

* Professor do Instituto de Economia da UFRJ, Diretor-Presidente do Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento. E-mail: lcdprado@gmail.com

1 No dia 8 de outubro, a taxa de empréstimo para o *intraday trading* foi de 7%: ou seja, os empréstimos interbancários, que viabilizam os mecanismos cotidianos de compensação entre posições superavitárias e deficitárias dos bancos entre si, praticamente entraram em colapso. Ver Hunter, 2008.

2 Estudo de Ivashina e Scharfstein, 2008, sobre empréstimos bancários durante a crise financeira de 2008 mostraram que novos empréstimos para grandes tomadores caíram 36% durante o pico do período de crise financeira (agosto-outubro de 2008) com relação ao trimestre anterior e 60% com relação ao pico do boom de crédito (maio-junho de 2007).

3 Galbraith, 1988, p.99.

dos seus corretores para comprar títulos e esses recebiam “brokers’ loans”, que incluíam “call loans” e “time loans” dos seus bancos para financiar seus clientes e seus estoques de títulos⁴. Nessas condições, o mecanismo de financiamento de aquisição de ações acelerava a crise que foi o estopim de um processo que levou à crise bancária de 1931, ao fim do Padrão Ouro e à Grande Depressão da Década de 1930.

Comparando-se os momentos cruciais nas crises econômicas em 2008 e 1929 observa-se, em uma primeira abordagem, muitas semelhanças. Isto porque, estes momentos descrevem os efeitos de um *crash*, ou seja, o estouro de uma bolha no preço de ativos e de um pânico, ou seja, a busca descontrolada por ativos mais líquidos. Mas o *crash* em Wall Street não é a mesma coisa do que a Grande Depressão, assim como o *crash* do mercado de subprime não é a mesma coisa da crise econômica, em andamento, que Rogoff e Reinhart vêm chamando de Segunda Grande Contração.⁵ *Crash* é um evento limitado no tempo e espaço. A crise econômica da década de 1930 foi um fenômeno extenso no espaço e prolongado no tempo. Chamamos de Grande Depressão, não o *crash* de 1929, mas a deflação do preço das mercadorias e ativos, causadas pela dramática redução do nível de atividade econômica, que afetou a economia norte-americana, mas também, embora de maneira desigual, a economia da maioria dos países do mundo, durando cerca de uma década, ou seja, até o advento da Segunda Guerra Mundial.⁶ O *crash* do *subprime*, caso ficasse confinado ao setor da construção civil, teria um impacto semelhante a outros crashes recentes, tais como o do mercado de empresas ponto.com e a queda da bolsa de valores em 1987⁷. A Grande Recessão, em andamento,

4 Ver Rappoport e White (1993), p.553. Os “margin loans” eram operações em que o banco financiava a aquisição de títulos recebendo como colaterais as ações, mantida uma margem de segurança. Ou seja, no caso da aquisição de US\$1000,00 de ações, o investidor necessitava apenas desembolsar US\$300,00, pois o resto era financiado pelo banco. O credor podia, à qualquer tempo, exigir liquidação imediata dos empréstimos (call) ou que fosse aumentada a margem, ou seja, entregue mais ações para garantir a mesma operação. Os “time loans” eram operações de curto prazo, em geral até seis meses, com juros pagos adiantados, mas na qual o credor só recebia o pagamento integral na maturação do empréstimo.

5 Para uma definição da Grande Contração ver Rogoff e Reinhart, 2010, p.407, n.7.

6 A grande exceção foi a economia da União Soviética que, desvinculada da economia mundial, não passou pelas dramáticas quedas de nível de atividade, ao contrário, viu-se em um período de forte crescimento econômico como resultado dos planos quinquenais. Alguns países periféricos, como o Brasil, foram capazes de sair da crise relativamente rápido, mesmo sendo afetados nas suas receitas de exportação. Na Europa, os efeitos da crise foram distintos, sendo que alguns, como a França, que insistiram em manter o padrão ouro, a depressão durou por mais tempo e outros, como a Alemanha, foram capazes de entrar em uma trajetória de recuperação já a partir de 1934. Para uma visão ampla sobre a Grande Depressão na Europa ver Clavin, 2000. A interpretação clássica sobre os efeitos no Brasil da Grande Depressão é de Furtado, 1959.

7 Para uma discussão sobre a crise das empresas ponto.com ver Stiglitz, 2003.

é um fenômeno distinto, cuja a duração pode ser longa, como foi a Grande Depressão algumas décadas atrás.

A Grande Depressão da década de 1930 foi um dos eventos históricos que marcaram o século XX e que cujos efeitos estenderam-se até o século atual. Essa crise continua sendo associada ao *crash* da bolsa de Nova York em 1929. Mas a questão principal a ser explicada não é o estouro da bolha especulativa no mercado de ações, um fenômeno conhecido e bem estudado, mas como a recessão de 1929 transformou-se na depressão da década de 1930, que se espalhou pelo mundo, gerando pânico bancários, como o de 1931, gerando crises políticas em vários países e, finalmente, mantendo uma taxa de desemprego sem precedentes por cerca de uma década, até o advento da Segunda Guerra Mundial.

Esse fenômeno teve conseqüências no desenvolvimento da Teoria Econômica e na criação da ordem econômica internacional do pós-guerra. Por ocasião de sua eclosão, o que é hoje chamado de macroeconomia resumia-se a dois temas pouco integrados teoricamente: a teoria monetária e a teoria dos ciclos econômicos. Uma primeira conseqüência dos estudos sobre a Grande Depressão foi o surgimento da Macroeconomia, que integrou esses temas, e formulou modelos teóricos para mensurar o desempenho da economia, que agora são de conhecimento corrente inclusive do público em geral, sem qualquer formação em economia, como PIB, Renda Nacional, Balanço de Pagamentos e outros.

O debate econômico no século XX foi pautado por questões trazidas pela Grande Depressão. Problemas econômicos revelados pela depressão levaram ao surgimento da Revolução Keynesiana na década de 1930 e 1940. Essas questões alimentaram os debates entre os Keynesianos e os Monetaristas nas décadas de 1950 e 1960. Elas foram importantes para o surgimento da corrente de Expectativas Racionais na década de 1980, que se opunha aos instrumentos de gestão da economia keynesianos, e para os debates entre os Novos-clássicos e Novos-keynesianos na década de 1980. Finalmente, na última década do século, o liberalismo voltou a ter a mesma proeminência, na academia e no governo, que tinha antes da Grande Depressão.

Apesar da década de 1990 não ter sido desprovida de crises financeiras, os efeitos desses novos fenômenos eram maiores nos países em desenvolvimento do que nas economias industriais avançadas. Essas crises eram vistas como problemas para o novo debate sobre Globalização Econômica,

mas irrelevantes para o antigo debate da Economia da Depressão. A Grande Depressão seria apenas história econômica, sem lições para o presente. Suas questões teriam sido ultrapassadas pelos conhecimentos adquiridos da teoria econômica e pelo domínio de novos instrumentos de política econômica. Nessa linha, em 2002, na sua conferência inaugural como novo presidente da *American Economic Association*, Robert Lucas afirmou⁸ :

“A Macroeconomia surgiu como um campo de conhecimento distinto na década de 1940, como parte da resposta intelectual a Grande Depressão. O termo então referia-se a um conjunto de conhecimento e expertise em que se esperava que pudesse impedir o reaparecimento desse desastre econômico. Minha tese nesta conferência é que a macroeconomia no seu sentido original foi bem sucedida: o problema central da prevenção da depressão foi resolvido, sob todos os aspectos práticos, e tem sido de fato solucionado, por muitas décadas.”

A Crise atual mostrou a futilidade dessa afirmação arrogante. Na crise iniciada em 2008 mesmo os recalcitrantes foram obrigados a recuperar a experiência do passado. Diferente da década de 1930, os instrumentos de intervenção do Estado são atualmente amplamente conhecidos e seus efeitos (positivos ou negativos) foram submetidos a amplo escrutínio ao longo das últimas décadas. Apesar dos duros ataques enfrentados pela tradição keynesiana entre as décadas de 1970 e 1990, mesmo economistas firmemente comprometidos com as políticas neoliberais desse período sabiam que, ante ameaça à atividade econômica dessa envergadura, há que se recorrer à ação do Estado e à regulação econômica.

Mas, no caso atual, como para a Grande Depressão, há muitas interpretações para a natureza da Crise. E, ainda, tal como naquela época, a crise originada nos EUA, muito rapidamente tornou-se uma crise internacional. Crises econômicas de grandes proporções levam, também, a mudanças nas relações econômicas internacionais e nos regimes econômicos.

Elas redistribuem riqueza e poder, afetam de maneira distinta grupos econômicos e sociais, e têm impacto distinto em diferentes países. O retorno a normalidade depois da crise de 1930 só foi possível depois de anos de depressão

8 Lucas Jr., 2003.

e de uma Guerra Mundial. Mas, a crise atual, que não terminou, é uma grande incógnita. Tal como a crise na década de 1930, embora originada nos EUA, tornou-se uma crise mundial. A instabilidade econômica e financeira que vive atualmente os países europeus, principalmente, mas não exclusivamente, aqueles que participam da zona do Euro, é apenas um momento num processo em que há mais dúvidas do que respostas.

No entanto, a crise econômica está, ainda, em andamento não podemos determinar sua extensão, profundidade e duração. A história dos fatos contemporâneos é sempre um desafio para os historiadores. Agnes Heller define tempo como “a irreversibilidade dos acontecimentos” e tempo histórico como “a irreversibilidade dos acontecimentos sociais.”⁹ Sendo dado o passado, podemos estudá-lo, interpretá-lo, compreendê-lo. Mas o futuro só pode ser inferido. E mesmo conhecendo-se o passado e estudando-se o presente, nossa capacidade de projetar o futuro é limitada - e como descontinuidades não podem ser previstas - o futuro é ontologicamente incerto. Portanto, ao comparar a crise atual com a crise passada não pretende-se tirar conclusões sobre o futuro, mas apenas interpretar o passado e refletir sobre o presente. Portanto, o objetivo deste ensaio é singelo: discutir interpretações sobre crise atual, comparando-as com as realizadas sobre a depressão da década de 1930. Nesse sentido, pretende-se mostrar semelhanças e diferenças entre os dois momentos históricos e trazer algumas reflexões sobre a dinâmica do processo atual.

2- Crises Econômicas: Algumas Definições

Crise econômica é uma expressão que tem sido atribuída a eventos muito distintos. Portanto, é necessário fazer uma taxionomia desse fenômeno para posteriormente classificar a natureza da crise atual. A literatura sobre crises econômicas é extensa e há entre essas algumas obras importantes que se propõem classificá-las. Em especial, destaco dois trabalhos, um clássico, escrito por Charles Kindleberger, e um recente, escrito por Kenneth Rogoff e Carmen Feinhart¹⁰

9 Heller, 1992, p.3

10 Ver Kindleberger, 1989 e Rogoff e Reinhart, 2010. A ausência, entre os livros destacados, da obra clássica de Minsky, 1975, não deve ser atribuída a qualquer subestimação de sua importância teórica. Minsky, no entanto, não faz uma taxonomia de crises, discutindo esse fenômeno como um economista monetário e não em uma perspectiva histórica.

O trabalho de Rogoff e Reinhart faz uma ampla classificação de crises financeiras, dividindo este fenômeno em dois grupos a partir dos seguintes parâmetros: (i) – limiares quantitativos e (ii) eventos. No primeiro caso, os autores analisam situações de (a) crise de inflação; (b) choques cambiais; (c) crises de *unbasement*, ou seja, crises decorrentes de alteração nos lastros monetários, que podem ser divididas em (Tipo 1), associada à redução no conteúdo metálico e (Tipo 2) crises decorrentes de reforma monetária, com surgimento de uma nova moeda, mais valorizada que a anterior; e (d) estouro de bolhas de ativos. No segundo caso, os autores analisam situações de (a) crises bancárias; (b) crises de dívida externa e (c) crises de dívida interna. O trabalho de Rogoff e Reinhart é extenso e apresenta uma quantidade abundante de dados. Mas é excessivamente geral e não discrimina as crises em função da dinâmica econômica de cada momento histórico. Embora pretendendo ser um trabalho de análise histórica, a abordagem analítica contribuiu pouco para a comparação de crises econômicas em momentos históricos distintos. Nesse sentido, embora mais recente, não usaremos a classificação desses autores para a comparação das crises objeto deste trabalho.

O livro de Kindleberger, um obra considerada clássica, tem várias vantagens com relação ao trabalho de Rogoff e Reinhart. Aquele, ao contrário destes, é essencialmente um historiador econômico. Como tal, sua tipologia é de grande utilidade para a discriminação de crises de natureza distintas. Além disso, o trabalho de Kindleberger discute em detalhes a dinâmica de uma crise típica, fazendo distinção entre ciclo econômico e crise financeira.¹¹ Seguindo a abordagem desse autor, mas ampliando o escopo de sua classificação apresentamos abaixo uma taxionomia das crises econômicas.

No estudo de crises econômicas é fundamental a identificação adequada de processos com efeitos parecidos, mas produzidos por mecanismos muito distintos, para evitar erros conceituais relativamente simples.¹² Para isso serão definidos os seguintes conceitos: (i) Estouro de bolha ou *crash*; (ii) Pânico; (iii) Flutuações ou ciclos econômicos; (iv) crises financeiras; (v) crises econômicas; (vi) recessão e (vii) depressão.

11 Kindleberger considera que o modelo de Hyman Minsky é essencialmente uma anatomia do ciclo econômico e não necessariamente de crise financeira. Para fazer uma história econômica das crises, Kindleberger sustenta que deve entendê-las como fenômeno cíclicos, mas também na sua peculiaridade histórica. Ver Kindleberger, 1989 cap. 2, pp.16-23.

12 Na definição desses conceitos a obra de referência é o livro de C.P. Kindleberger, 1989. Esta obra que vai aprofundar sua teoria sobre crises financeiras e entra em grande detalhe na identificação de cada um desses mecanismos.

O estouro de uma **bolha** (um *crash*) é o colapso dos preços de ativos, tais como ações ou títulos negociados em bolsas de valores ou a quebra de um grande banco ou de um grupo de empresas em um setor da economia.¹³ **Pânicos** são corridas sem causa aparente que envolve fuga de ativos considerados mais arriscados para ativos mais seguros e/ou a retirada de depósitos bancários, e outros mecanismos de busca de refúgios seguros para a aplicação de ativos e uma súbita elevação da preferência pela liquidez.¹⁴ Uma **crise financeira** pode ser produzida por qualquer um desses fenômenos ou pelos dois que podem surgir em qualquer ordem, ela caracteriza-se pela elevação súbita da percepção de risco pelos bancos e outras instituições financeiras, com efeitos sobre a oferta de crédito, solvência dos bancos e liquidez da economia.¹⁵

Crises financeiras normalmente são acompanhadas por redução do nível de atividade econômica e, em muitos casos, por **crises econômicas**, como **recessões**. Esta é uma crise econômica de duração relativamente curta, que pode ser localizada em certos setores da economia, que pode ou não ser acompanhada por queda do preço dos ativos e mercadorias. **Depressões econômicas** são fenômenos mais raros, implicam em simultânea e duradoura redução de preços de ativos e mercadorias, normalmente provocada por forte queda do nível de atividade econômica, que são acompanhadas por falências e fechamento de negócios em vários setores da economia, forte aumento da taxa de desemprego, redução de atividades de comércio exterior e instabilidade social e política. **Crises econômicas** são fenômenos de redução da demanda e súbito aumento da percepção de risco, afetando empresas do setor real da economia, com efeitos sobre a solvência das atividades econômicas e queda na taxa de lucro e nos níveis de investimentos, podendo se manifestar como recessões ou depressões.

Flutuações econômicas, ou **ciclos econômicos**, são alterações na dinâmica das atividades econômicas, que se manifestam por aceleração ou redução da taxa de crescimento econômico, investimento, nível de emprego, taxa de lucro ou nível dos preços. Mas essas oscilações do ciclo econômico não levam necessariamente a depressões, nem mesmo a recessões, mas são

13 Entre exemplos desses fenômenos temos a crise do Encilhamento no Brasil, o *crash* da NYSE de outubro de 1929. Um exemplo recente é o *crash* do NYSE em 19 de outubro de 1987, quando o índice Dow Jones da Bolsa de Valores de Nova York caiu 508 pontos ou seja 23%.

14 Este é um fenômeno comum em situações de boatos de quebra de bancos, ou no temor da mudança de uma política econômica, como no caso da corrida pela liquidação dos depósitos em dólar nos bancos argentinos nas vésperas do fim da convertibilidade.

15 Ver Kindleberger, 1989 p.126.

caracterizadas por diferentes ritmos da atividade econômica, associadas a diferentes fatores, tais como, acumulação de estoque, nível da capacidade instalada, características técnicas de investimentos e/ou mudanças tecnológicas.¹⁶

Para se estudar crises econômicas é necessário deixar claro a unidade de análise. O estouro de uma bolha é um evento, parte de uma conjuntura econômica. Por sua vez, é necessário distinguir uma mudança conjuntural, associada a flutuações nos ciclos econômicos de curto ou médio prazo, de mudanças de tendências, que são transformações estruturais¹⁷. Crise é definida por Braudel como “*uma ruptura, uma descontinuidade, um instante...*”¹⁸. Usa-se o termo crise para tratar simultaneamente de fenômenos que impactam a conjuntura e que provocam mudanças estruturais. Estas últimas implicam em mudanças nas tendências de longo prazo e, portanto, levam a alterações que transcendem a esfera econômica, envolvendo aspectos políticos, culturais, jurídicos etc.

Por sua vez, depressões econômicas são fenômenos conjunturais que podem (ou não) levar a mudanças estruturais. Por exemplo, a Grande Depressão do século XIX, que iniciou-se em 1873, não levou mudança estrutural na economia mundial, como a provocada pela Grande Depressão da década de 1930. No primeiro caso, manteve-se o sistema monetário internacional e, nas relações políticas e econômicas internacionais, a Grã-Bretanha continuou com seu papel hegemônico, apesar do desafio do surgimento da Alemanha unificada, como a maior potência continental.

16 Para uma teoria dos ciclos econômicos ver Schumpeter, 1934 ver, também, the Lowell Lecture, (Schumpeter 1941), aula IV uma interessante apresentação do autor para um público não especializado. A principal obra de Schumpeter sobre Ciclos Econômicos (Schumpeter 1939) é excessivamente extensa, tem mais de 1000 páginas, e nem sempre é muito clara. Um trabalho interessante é o livro clássico sobre ciclos econômicos de Mitchell, 1927. Para uma história do debate sobre ciclos econômicos na década de 1930, ver Boianovsky e Trautwein, 2006.

17 Qualquer definição de tempo histórico passa necessariamente pela contribuição de Braudel. Na obra “O Mediterrâneo”, Braudel distingue três unidades temporais de análise: A *long durée*, com mudanças lentas, imperceptíveis durante a vida do homem; a **conjuntura**, com mudanças que se processam em anos ou em poucas décadas; e os **acontecimentos**, que tratam dos fatos cotidianos, relatados na forma narrativa dos historiadores tradicionais. Para ele “*acontecimentos são poeira: atravessam a história com breves clarões; mal nascem regressam logo à escuridão e muitas vezes ao esquecimento.*” Braudel, 1966, vol. II, p. 273. Ou seja, na sua unicidade acontecimentos não ensejam nenhuma explicação. Mas, os acontecimentos são engendrados pelas estruturas e conjunturas, podem ser rupturas do equilíbrio ou restabelecimento desses. Nesse sentido, os acontecimentos podem ser estudados para entender as mudanças nas dimensões mais permanentes das conjunturas e das estruturas. Ver Le Goff, 1998, p. 113. Observe-se que, nesse artigo, não faço uma aplicação literal dos tempos históricos braudelianos, faço, no entanto, distinção entre estrutura (com mudanças mais lentas, com instituições e mecanismos próprios de funcionamento), conjuntura (mudanças dentro de uma estrutura) e eventos, acontecimentos que ocorrem nas estruturas econômicas.

18 Ver Braudel, 2002, p. 130.

No entanto, no segundo caso, tanto o Sistema Monetário, como a potencia hegemônica e outros elementos econômicos e políticos fundamentais (como o papel do Estado), alteraram-se devido aos acontecimentos ocorridos entre a Grande Depressão e a Segunda Guerra Mundial. Na crise atual não é possível saber os efeitos de longo prazo, já que não podemos ter uma visão completa sobre um processo que ainda não terminou.

3- A Dinâmica das Crises Econômicas

Crises financeiras são sempre associadas a momentos de inflexão em ciclos econômicos. Mas não é essa a natureza de crise que tratamos neste artigo. O objeto de discussão são os fenômenos de ruptura, que não se repetem, pois são produtos de situações históricas únicas. Mas, embora únicos é possível encontrar regularidades nesses fenômenos, que interessam ao historiador econômico. Esta aparente contradição é resolvida, com elegância, por Gerschenkron em sua obra clássica¹⁹. Para esse autor pesquisa histórica é essencialmente a aplicação ao material empírico de um conjunto de generalizações hipotéticas derivadas da observação e testadas para verificar como se ajustam à realidade, na tentativa de estabelecer certas regularidades, certas situações típicas e certas relações entre variáveis individuais típicas. Mas, nenhum desses fatores permitem uma fácil extrapolação. Tudo que se pode obter é um conjunto de questões inteligentes que podem ser levantadas sobre os temas correntes.

Mas, a importância das questões levantadas não deve ser subestimada, uma vez que nossa capacidade de análise dos problemas presentes depende da amplitude de nossas referências. Para Gerschenkron (1962), a contribuição do historiador à política econômica consiste em apontar fatores potencialmente relevantes para sua formulação e as combinações potencialmente significativas que não podem ser percebidas a partir do horizonte limitado da experiência individual. Estudar as crises econômicas passadas, observar algumas regularidades, discutir as políticas econômicas que foram empregadas para debelá-las são elementos que podem contribuir para a compreensão dos problemas presentes. Mas há que se reconhecer que esse conhecimento não é suficiente para resolver os desafios do presente. Nas palavras de Geschenkron:

¹⁹ Ver Gerschenkron, 1962

*“Essas são as questões. As respectivas respostas, entretanto, são coisas diferentes. Nenhuma experiência passada, mesmo que rica, e nenhuma pesquisa histórica, mesmo que compreensiva, pode evitar que as gerações atuais enfrentem a tarefa criativa de encontrar suas próprias respostas e construir seu próprio futuro.”*²⁰

As crises econômicas que estamos discutindo provocam transformações duradouras e afetam não apenas questões econômicas, mas também têm impactos sociais e políticos relevantes. Essas crises envolvem vários elementos: especulação, elevação irracional do preço dos ativos (manias), queda súbita (crashes), redução da produção, efeitos sobre o comércio doméstico e internacional. Tais crises começam como fenômenos domésticos e terminam como eventos internacionais. Tradicionalmente, tais crises seguem a seguinte seqüência:

➤ Fase 1: expansão de uma atividade econômica, de início baseada em fundamentos sólidos, que adquire um movimento de expansão auto-sustentada – ou seja, o aumento do preço do ativo estimula a demanda do ativo que por sua vez aumenta o preço do próprio ativo.

➤ Fase 2: essa expansão torna-se irracional, adquirindo a forma de uma mania. Ou seja, os ganhos obtidos no processo de expansão aumentam os preços dos ativos e induzem os agentes econômicos a adquirirem mais ativos, sendo que as previsões de alta cada vez mais se baseiam no próprio aumento passado, sem fundamentos reais.

➤ Fase 3- Um fator externo, que Minsky chama de *displacement*, que altera a perspectiva de ganhos, tem um impacto na expansão auto-sustentada nos preços do ativo. Essa alteração da dinâmica de aumento desses preços leva a uma inversão no processo de negociação desses ativos – de cada vez mais procurados, esses ativos passam a ser percebidos como perigosos e os agentes econômicos tentam trocá-los por ativos mais líquidos. O resultado é um processo de queda súbita dos preços desse ativo (estouro da bolha), que pode transformar-se num processo de liquidação tão irracional como o processo de expansão que o antecedeu (pânico).

➤ Fase 4- Esse *crash*, acompanhado de pânico afeta variáveis reais da economia, como investimento, produção, demanda, que por sua vez têm

²⁰ Gerschekron, 1962, p 6 Ou seja, não é possível fazer previsões históricas.

impacto sobre o nível de emprego, taxas de câmbio e comércio internacional. A crise financeira transforma-se em crise econômica, afetando o setor real da economia.

➤ Fase 5 – Antecedendo ou seguindo a Fase anterior, a crise no mercado de ativos e/ou no setor real da economia afeta os bancos e outras instituições financeiras. Tal crise obriga a ação dos governos para contê-la (intervindo nos bancos) ou alterando a política monetária e fiscal – que por sua vez têm consequências para a percepção dos agentes econômicos da reputação do governo.

➤ Fase 6 – As ações da política econômica no âmbito das economias nacionais têm impacto nas contas públicas ou nas relações econômicas com o exterior, transformando a crise econômica em um evento que afeta o Estado e/ou as relações entre Estados, transformando-se em uma crise internacional.

➤ Fase 7 – A Crise, que começa como um fenômeno econômico, torna-se uma crise política, normalmente levando a queda de governos e/ou aumento dos conflitos internacionais.

Ou seja, as crises financeiras começam com um processo de inflação de uma bolha de ativos, evoluem para um *crash* com uma rápida deflação dos preços desses ativos, o que por sua vez pode levar a uma crise bancária e, finalmente a uma crise política. Tais crises raramente são nacionais e quando afetam economias centrais, no caso deste artigo, os EUA, transformam-se sempre em crises internacionais. Essas crises não são fenômenos exclusivamente financeiros e transcendem o ciclo econômico. Crises financeiras de menor porte, normalmente associadas a ciclos econômicos, não evoluem da desinflação da bolha para uma crise bancária. Normalmente, afetam ativos que não têm poder de causar prejuízos ao conjunto da economia ou se dão em momentos em que os governos conseguem responder com políticas econômicas anticíclicas bem-sucedidas.²¹

21 Esse tipo de crise econômica, embora possa ter semelhanças, não são idênticas as analisadas por Minsky. No caso, essas crises assemelham-se a interessante extensão do modelo de Minsky realizada por Palley, 2011, que propôs uma teoria de super-ciclos. No caso, o autor propõe um modelo em que as crises financeiras são analisadas em um contexto de longo prazo, onde após uma sucessão de crises curtas, aparecem condições econômicas e institucionais que produzem uma crise financeira de maior porte.

4- Grande Depressão de 1930²²

O sistema monetário internacional, baseado na conversão automática da moeda doméstica em ouro, com taxa de câmbio fixa, e liberdade para comercialização desse metal, chamado de Padrão Ouro foi interrompido com a Primeira Guerra Mundial. A tentativa de reintroduzi-lo no pós guerra foi caracterizada por grande instabilidade e por um sucesso parcial depois das estabilizações das inflações do pós-guerra entre 1923 e 1927.²³

Terminada a Guerra, o processo de reconstrução das economias européias foi demorado e marcado por crises inflacionárias e reformas monetárias. Cinco países passaram por violentas hiperinflações na década de 1920 para afinal estabilizar suas economias sob uma nova moeda²⁴. Outros países, tais como a França, Bélgica e Inglaterra passaram por surtos inflacionários menores, mas nem por isso desprezíveis.

Quase a totalidade dos países envolvidos no conflito foi obrigada a reduzir o conteúdo de ouro em suas moedas com referência ao período anterior ao conflito. As exceções foram os EUA, que retornou ao Padrão Ouro em junho de 1919 e a Inglaterra, que retornou ao Padrão Ouro em abril de 1925. No, entanto, enquanto no primeiro caso, os EUA assumiram no pós-guerra a posição de maior credor mundial e entraram em um período de prosperidade sem precedentes, a Inglaterra enfrentou grandes dificuldades financeiras, com uma decisão de manter uma taxa de câmbio sobrevalorizada, por razões mais políticas do que econômicas.²⁵

A década de vinte foi de prosperidade para os EUA. A produtividade de suas indústrias cresceu rapidamente com a aplicação do conhecimento científico acumulado nas décadas anteriores e do desenvolvimento de novas tecnologias para as instalações e equipamentos fabris. Essa onda de inovações aumentou a eficiência das fábricas instaladas e dos equipamentos empregados,

22 Essa seção usará extensivamente material de Prado, 2009.

23 Para uma cronologia do Padrão Ouro no período entre guerra ver Eichengreen, 2008. Para uma descrição dos problemas monetários desse período ver, Drumond, 1987, PP.29-30; Ver Alcroff, 1987 para um detalhado estudo de História Econômica do período 1919-29.

24 Esses países foram Alemanha, Austria, Hungria, Polônia e Rússia. Os preços desses países aumentaram, segundo dados de Alcronft, (1978, p.138), sobre o preço base do ano anterior a Guerra os preços foram multiplicados por 1 trilhão, 14.000, 23.000, 2,5 milhões e 4 bilhões.

25 Ver Drumond, 1987, p.30. A Grã-Bretanha retornou ao padrão ouro com a paridade da Libra do período pré-guerra em Abril de 1925, com consequências funestas para sua economia. Tal fato foi criticado em famoso panfleto de Keynes (1925). Ver sobre os problemas de estabilização da Libra e do Franco o interessante trabalho de Bordo e Hautcoeur, 2003.

mas o tamanho das fábricas e do estoque físico de equipamentos permaneceu o mesmo. As principais características do período foram a mecanização e padronização, que associada à eletrificação industrial, viabilizaram a produção em massa.²⁶ Nesse período houve simultaneamente um rápido aumento da produtividade, ampliando a oferta de produtos industriais com redução dos preços, e um rápido aumento da demanda, em decorrência do crescimento da renda e dos novos mecanismos de crédito.

Os EUA tornaram-se o primeiro país com consumo de massa. O aumento da demanda por produtos como automóveis, rádios, raion estimulou a demanda por gasolina, tintas, solventes, produtos químicos, produtos metalúrgicos etc.²⁷ O dinamismo da economia na década de 1920 teve como seu grande símbolo a construção dos arranha-céus em Nova York, como o Empire State, por muitas décadas o prédio mais alto do mundo. Esse foi um período chamado de “Era do Jazz”, descrito por romancistas como F.Scott Fitzgerald. A Indústria do cinema e outras manifestações culturais expandiam-se. A vida cultural agitada em grandes cidades como Nova York e Chicago não parecia ser perturbada por uma Lei Seca que não impedia o fácil acesso à bebidas aos que desejassem.²⁸

A principal indústria do período foi a automobilística. Antes da Guerra, em 1913, os EUA produziam 485.000 veículos, mais do que o resto do mundo somado. Em 1925 a produção alcançou 3.7 milhões de automóveis, empregando direta e indiretamente 4,3 milhões de trabalhadores, com faturamento total no país e valor de exportação superior a qualquer outra indústria manufatureira. Em 1928, quando a produção alcançou seu apogeu na década, foram produzidos nos EUA cerca de 4,4 milhões de veículos.²⁹

Nesse período, os setores mais dinâmicos da economia norte-americana já eram liderados por empresas de grande porte, operando nacionalmente, muitas delas com gestão profissional, sob controle de uma burocracia chefiada por executivos contratados.³⁰ A regulação ou coordenação de autoridades

26 Ver Lorant, 1967, p.243.

27 O artigo de Lorant, 1967 descreve as diversas inovações técnicas nos EUA, em bens intermediários, na década de 1920. Entre elas as técnicas de craqueamento de derivados de petróleo, as novas tecnologias na fabricação de papel, vidro e outros produtos.

28 Para uma descrição da vida cultural e política dos EUA ver Brogan, 1985, cap.21.

29 Dados de Foreman-Peck, 1982, p.867 e tabela 1, p.868. Em 1929 havia 26,7 milhões de veículos registrados nos EUA, que, na época, tinha 122 milhões de habitantes. Ver Brogan 1985, p.509 e USA - Census Bureau, Historical Statistics, 2009.

30 Ver Chandler, Jr e Galambos, 1970, p.207.

ou órgãos públicos era suave. Antes de 1930, havia um grau de liberdade de atuação empresarial, protegida da interferência do Estado, sem qualquer paralelo com o ambiente empresarial, muito mais regulado, do mundo posterior a Grande Depressão.³¹

A Primeira Guerra Mundial foi benéfica para a economia norte-americana. Eles estavam separados por um oceano do local do conflito, e tornaram-se grandes fornecedores de produtos essenciais à subsistência e ao esforço de guerra de seus aliados. Mas a sociedade norte-americana continuou, essencialmente isolacionista: o país pouco contribuiu para a reconstrução e estabilização européia. Ao final do conflito, os EUA tornaram-se a mais importante e a maior economia do mundo. O país entrou na Guerra como devedor líquido de 3 bilhões de dólares e saiu como credor líquido de 6 bilhões de dólares, fora os créditos de guerra com os aliados.

Esse país retornou ao padrão ouro, logo depois da Guerra, com a mesma paridade de antes do conflito, mas com sua posição financeira fortalecida. Sua participação nas reservas mundiais desse metal aumentou de menos de ¼ em 1913, para cerca de 40% em 1921.³²

Os antigos credores, as ex-potências exportadoras de capital européias, passaram a depender dos EUA para seu próprio financiamento. Inglaterra e França, grandes fontes de financiamento internacional até a Primeira Guerra Mundial, ficaram dependentes de empréstimos de longo prazo dos EUA, para continuar com operações de empréstimos de curto prazo para outros países. Desde o século XIX, os EUA tinham uma tradição de praticar elevadas tarifas alfandegárias. Sua nova posição econômica não alterou suas políticas comerciais. A manutenção do protecionismo pelos EUA não contribuía para reduzir os problemas de balança de pagamento de seus parceiros na Europa. E, ainda, a ausência de qualquer coordenação, ou mesmo um mínimo de consistência nas políticas cambiais européias fazia a situação financeira do continente ainda mais difícil. Ou seja, a combinação da libra sobrevalorizada, do franco desvalorizado e do nacionalismo econômico e o protecionismo norte-americano fizeram com que o *boom* da economia européia, a partir de 1925, fosse frágil e de curta duração.

31 O ambiente de maior liberdade para a atuação das empresas deve ser entendido de forma comparativa. Ou seja, não se vivia em um mundo de absoluto *laissez-faire*. Havia interferência do governo em certas áreas e existiam leis de defesa da concorrência, que permitiam algum controle das empresas com grande poder de mercado. Ver Chandler, Jr. e Galambos, 1970, p.206.

32 Ver Mitchell, 1975, p.6.

A crise econômica interrompeu esse novo ciclo de crescimento na Europa. Os primeiros efeitos deram-se a partir da recessão norte-americana de 1929, mas com a depressão, em 1930, a Europa sofreu forte desaceleração econômica. Em 1931, o continente passou por uma das maiores crises bancárias de sua conturbada história financeira, para, afinal, enterrar definitivamente a ilusão de que o Padrão Ouro poderia subsistir.

Se a produção industrial é um indicador confiável para o início da depressão, essa surgiu, na maioria dos países, aproximadamente na mesma época. O pico da produção no período entre guerras deu-se em 1929 para maioria dos países, cujos dados são disponíveis por estatísticas preparadas pela Liga das Nações.³³ Entre aqueles em que a produção alcançou seu pico nesse ano, incluem-se as principais economias industrializadas, entre elas os EUA, Canadá, Alemanha, Japão e Reino Unido. As exceções foram França e Suécia que tiveram o pico da produção em 1930. A queda do nível de atividade na indústria foi particularmente severa nos EUA, que sofreu uma redução da produção muito maior que a média mundial e dos países europeus.³⁴

A produção industrial continuou caindo rapidamente, e a taxas ainda maiores, em 1931 e 1932. Embora em todo o mundo a crise se aprofundasse, há variações importantes da redução da produção entre os países. Novamente, para a maioria dos países, o nível mínimo de produção foi em 1932. Este foi o caso dos EUA, Alemanha e Reino Unido. As principais exceções foram o Japão, que chegou ao piso em 1931 e a França, cujo o piso foi em 1935.³⁵

Tal como a queda, a retomada do crescimento deu-se, para a maioria dos países, aproximadamente na mesma época. No entanto, o tamanho da redução da produção e a velocidade de recuperação econômica diferiu substancialmente entre os países. Por isso, houve significativa diferença entre os anos em que os países voltaram a registrar nível de atividade no patamar anterior a crise.

O Japão foi um dos primeiros países a recuperar o nível de produção para o patamar anterior a depressão. Esse país, já em 1933, voltara a alcançar o mesmo patamar da produção de 1929. Para Dinamarca, Finlândia e Suécia, o ano de total recuperação foi 1934; o Reino Unido alcançou esse nível em

33 Minhas fontes são League of Nations, Statistical Yearbook, 1938-39 e, ainda, o bem documentado artigo de Romer, 1993, pp.20-23. Para dados dos EUA uso também USA – Census Bureau, Historical Statistics, 1975.

34 Ver tabela I, em Anexo.

35 Dados de Romer, 1993 e da League of Nations, Statistical Yearbook, 1938-39.

1935; a Alemanha em 1936; e em 1937 foi a vez de Itália, Canadá e Austria. Pelos dados da Liga das Nações, os EUA, Bélgica, França e Holanda, tiveram que esperar ainda mais para a total recuperação da produção industrial.³⁶

Esses números mostram que não é possível, baseado exclusivamente nos dados de nível de atividade, concluir que a crise econômica originou-se nos EUA. Esses dados sugerem que esse país seguiu um curso muito similar a outras economias industrializadas. Mas tais informações também indicam que a queda do nível de atividade foi maior nesse país. Ou seja, nos EUA a crise foi mais profunda e a data final de recuperação foi uma das mais tardias. Por outro lado, há indícios de uma rápida recuperação da produção industrial em 1933 pelos EUA, mas que não manteve o vigor em 1934, retornando a acelerar em 1935 e 1936, para voltar a enfrentar uma retração em 1937.

Embora, não possam se tirar conclusões definitivas exclusivamente de dados de produção industrial, fica claro que a crise econômica nos EUA e no resto do mundo está fortemente correlacionada. Mas, não há dúvida que os primeiros indícios de uma crise surgiram nos EUA, não apenas pela desaceleração da atividade produtiva, mas também, pelo estouro da bolha no mercado de ações.

O debate sobre a origem da Grande Depressão foi muitas vezes influenciado pelo evento mais visível, que foi o *crash* na bolsa em 1929. Mas, a rápida deflação do preço das ações, isoladamente, não explica a profundidade, nem a extensão da crise. Portanto, essa primeira discussão terá necessariamente que mostrar a ligação entre este primeiro evento, o estouro da bolha, com o sucessivo comportamento de pânico, e a rápida redução do nível de atividade econômica, a crise bancária de 1931 e finalmente a extensão geográfica e a duração da depressão.

A depressão não foi antecipada pelos contemporâneos. Nenhum dos serviços de projeção econômica da época, tais como os de Harvard e Yale, que suavam teorias de colco para fazer indicadores do ambiente dos negócios foi capaz de antecipar a crise ou avaliar a gravidade da situação econômica até que a situação se agravasse ao fim de 1930³⁷. Não havia à época o instrumental

³⁶ Os dados da Liga das Nações não são mantidos na mesma base depois de 1937, não permitindo comparação adequada. Usando os dados do Federal Reserve Board, os EUA retornaram ao nível de produção industrial de 1929 em 1937, mas a produção reduziu-se com a crise econômica desse ano, sendo que a produção de 1938 caiu para o nível de 1935. Por outro lado, outras fontes mostram que o PIB dos EUA voltam ao nível de 1929 em 1937, mas a renda per capita daquele ano só será novamente alcançada durante a Segunda Guerra Mundial. Ver dados de USA-Census Bureau, Historical Statistics, 1975.

³⁷ Para uma história dos serviços de Forecasting do período, ver Rötheli, 2007.

de políticas macroeconômicas ativas, que só veio a ser desenvolvido posteriormente quando Keynes e outros autores desenvolveram a teoria (e as políticas econômicas) baseadas no Princípio da Demanda Efetiva. O debate à época foi baseado em dois grupos que podem ser chamados de (i) céticos da estabilização e de (ii) defensores da estabilização.

Para os **céticos da estabilização**, a crise era um processo inevitável, característico da dinâmica econômica, sendo provocada por choques reais, ou seja, pelos mecanismos que criavam os ciclos econômicos, fenômenos conhecidos e estudados na literatura econômica da época. Esta interpretação, por sua vez, podia ser dividida em duas correntes: (a) liquidacionista - a que considerava que a crise tendo seguido seu curso iria necessariamente ceder, purgando o ambiente econômico de suas empresas mais ineficientes, tese que foi posteriormente chamada de liquidacionista. A Tese liquidacionista, defendida por autores como Schumpeter, argumentava que era inerente ao ciclo econômico purgar o sistema das empresas mais ineficientes e projetos menos rentáveis. Ou seja, a quebra de empresas era a contrapartida para um período de crescimento na fase ascendente do ciclo³⁸; (b)- crise de realização - e a que considerava que essa era produto dos ciclos econômicos típicos da dinâmica de uma economia capitalista, ou seja, era um problema de realização. Esta era uma tese defendida por marxistas e outros autores de esquerda. No caso dos EUA, a influencia dessa corrente era pequena e quase inexistente nos meios acadêmicos. Por outro lado, J. A Hobson, que não era marxista, mas cujas idéias foram importantes para autores marxistas, influenciou o debate através de autores institucionalistas como John R. Commons. O autor britânico, no entanto, embora partidário da tese de que a economia capitalista tinha problemas de realização e produzia desemprego, considerava a possibilidade de que políticas de redistribuição de renda tivessem um efeito anti-cíclico³⁹;

Para os **defensores da estabilização**, a crise era causada por erros de política econômica e, portanto, poderia ser corrigida por ação das autoridades, ou era provocada pelo comportamento de empresários gananciosos e de um governo que não controlava ações de trustes e cartéis, o que também poderia ser corrigido por regulação. A influência de Keynes durante a maior parte

38 Para um estudo detalhado sobre esta tese ver, De Long, 1990.

39 Para uma interpretação de Commons sobre a Teoria de Desemprego de Hobson ver Commons, 1923. Os marxistas era praticamente inexistentes nas grandes universidades norte-americanas. O mais importante acadêmico, economista marxista, norte-americano, Paul Sweezy, só passou a considerar-se marxista em 1932. Mas segundo ele, precisou a maior parte da década de trinta para adquirir, como autodidata, uma razoável formação marxista. Ver Sweezy, 1996.

da década de 1930 foi limitada nos EUA, sendo que o New Deal não foi formulado a partir de uma visão keynesiana do mundo. A principal diferença da administração que sucedeu Hoover em 1933, não foi a menor preocupação com o equilíbrio orçamentário, mas o compromisso da implementação de uma agenda de reformas. O liberalismo reformista, termo cunhado por Roosevelt, é a marca do governo liberal que até hoje influencia o debate político nos EUA. As mudanças na política econômica no primeiro governo Roosevelt foram motivadas por uma percepção da necessidade de reformas. Homem público hábil e arguto, Roosevelt buscou alternativas econômicas para implementar uma agenda que era associada ao movimento reformista, que tinha inspiração mais institucionalista, particularmente vebleniana, do que keynesiana.⁴⁰

A influência de Keynes na interpretação da Grande Depressão e no estabelecimento de políticas públicas no EUA só deu-se na sua plenitude durante a Segunda Guerra Mundial, quando a obra de keynesianos norte-americanos, como Hansen, ficaram populares. Mas o grande impacto do pensamento Keynesiano foi na formulação da ordem econômica no pós-guerra. A construção do sistema de Bretton Woods se dará a partir da interpretação de que o sistema monetário internacional baseado no padrão ouro foi uma das principais causas da forma, extensão e amplitude da Grande Depressão. O impacto da crise teria afetado toda a economia mundial, contribuindo com a desorganização das economias européias que levou a ascensão de governos fascistas e ao acirramento das relações econômicas internacionais e das rivalidades nacionais que contribuíram para a eclosão da Segunda Guerra Mundial.

Por outro lado, as interpretações da Grande Depressão fornecem a matéria prima do surgimento da macroeconomia moderna. A interpretação de Keynes da depressão, no capítulo 22 da Teoria Geral, foi desafiada com o livro de Friedman e Schwartz, que segundo Friedman pretendia resgatar o monetarismo da atrofia e da caricatura de uma teoria econômica que teria

40 A American Economic Association organizou em 1972 um debate com acadêmicos e ex-funcionários públicos que participaram da formulação do New Deal e ocuparam postos públicos nesse período. Nesse debate mostrou-se que a principal influência de idéias keynesianas no Federal Reserve foi Marriner Eccles, que levou como assessor, vindo do Tesouro, Lauchlin Currie, um dos primeiros policy makers que percebeu as relações entre assuntos fiscais e monetários. Allan Sweezy e Keyserling, participantes do debate, argumentaram que a influência das idéias de Keynes foi limitada, sendo que os chamados New Dealers eram essencialmente funcionários públicos, muitos advogados, que eram pragmáticos e sensíveis a questões políticas, sendo que o aumento do gasto público era visto como um mecanismo de azeiteamento da máquina (na expressão da época: *pump priming*) e não um instrumento permanente de política econômica. Este debate é descrito em detalhes em Prado, 2009.

ficado nas mãos de Lionel Robbins e Joseph Schumpeter.⁴¹

O livro de Friedman e Schwartz teve um forte impacto no debate sobre a Grande Depressão influenciando uma agenda de pesquisa sobre a relação entre mercados financeiros e atividade real durante crises financeiras. Mas a obra foi também um momento da construção da contra-revolução conservadora à revolução Keynesiana. Essa obra pretendia mostrar empiricamente que as flutuações da oferta monetária estavam associadas a flutuações de produto.⁴²

O debate entre Keynesianos e Monetaristas nas décadas de 1950 e 1960 foi o primeiro de vários debates marcados pela interpretação das causas da Grande Depressão e dos instrumentos de política pública que seriam eficazes para combater o ciclo econômico. O surgimento de novas teorias liberais na década de 1970, tais como as Expectativas Racionais, Public Choice e, ainda, a agenda de reformas conservadoras, chamadas de neo-liberais na década de 1980 e 1990, baseavam-se no argumento de que as políticas macroeconômicas surgidas nas interpretações keynesianas da Grande Depressão estavam esgotadas e deviam ser reformuladas. Finalmente, a Macroeconomia, entendida como uma interpretação sobre a natureza do ciclo econômico e a formulação de instrumentos para controlá-lo, foi considerada superada por Lucas e por Bernanke, que consideravam Crises Econômicas nas dimensões ocorridas na Grande Depressão como fenômenos do passado que não mais se repetiriam.⁴³

5- A Grande Recessão

A crise econômica atual, pela sua dimensão e extensão, vem sendo chamada por alguns autores de a Segunda Grande Contração. A expressão Grande Contração foi usada por Milton Friedman e Ana Schwartz como título do capítulo 7 de sua *Monetary History of the United States*.⁴⁴ Para os autores, aquela tinha sido a mais severa contração cíclica da história norte-americana.

41 Ver Friedman, 1956. Ver o livro de Lionel Robbins, 1934, sobre a Grande Depressão.

42 Para um exemplo desse uso ver Robert Lucas, 1995, que em conferência por ocasião de sua premiação com o Nobel de Economia, usou o trabalho de Friedman-Schwartz que apontava grande regularidade da relação entre oferta monetária e produto, onde entre 1867 e 1960 nos EUA, cada grande depressão estava associada a uma grande contração de oferta monetária e que reciprocamente cada grande contração de oferta monetária está associada a uma grande depressão, com um dos elementos para mostrar a permanência da Teoria Quantitativa da Moeda de David Hume.

43 Ver Lucas 2003 e Bernanke 2004.

44 Ver Friedman e Schwartz, 1963, capítulo 7.

A expressão foi associada à interpretação desses economistas para a dramática redução das atividades econômicas nos EUA entre 1929 e 1933. Enquanto o nome de Grande Depressão estava associado a visão de crise econômica como um fenômeno distinto dos ciclos econômicos que sempre acompanharam a economia capitalista, Grande Contração podia ser entendida como uma redução cíclica, como as outras causadas por razões monetárias, mas particularmente grave. Rogoff e Reinhart recuperaram essa expressão, e foram os primeiros economistas a chamar a crise atual de Segunda Grande Contração. A expressão tem sido difundida no contexto da atual crise - por exemplo, Charles Bean, na Schumpeter Lecture de 2009, chamou-a de Grande Contração de 2008⁴⁵.

O conceito de Grande Contração vem adquirindo, portanto, um sentido distinto do proposto por Friedman e Schwartz. Ou seja, como a crise atual tomou a forma de uma contração das atividades econômicas e não de uma depressão econômica, essa denominação seria mais adequada. Mas, como Grande Contração está inelutavelmente associada a uma interpretação de crise econômica, entendo que a presente crise pode ser melhor caracterizada pelo termo de Grande Recessão⁴⁶. Nesse contexto, recessão pode ser vista como uma redução dos níveis da atividade econômica, com baixo crescimento, com redução das taxas de investimento apesar das taxas de juros próximas a zero ou mesmo negativas, elevação do desemprego, acompanhado de aumento da dívida pública e redução dos instrumentos disponíveis para política anticíclica. Embora tais fatos não configurem uma depressão, elas têm um profundo efeito sobre a qualidade de vida e as perspectivas para as pessoas que vivem nos países afetados.

Da mesma forma que as raízes da Grande Depressão devem ser buscadas no plano doméstico, na dinâmica da economia norte-americana e, no plano internacional, no funcionamento do padrão ouro no período entre guerras, há que se retornar no tempo para discutir as condições econômicas que levaram a Grande Recessão.

O abandono da ordem econômica internacional do pós-guerra, ou seja, o fim do sistema de Bretton Woods e da forte regulação sobre o sistema financeiro doméstico e internacional provocou mudanças nas economias domésticas dos

45 Ver Bean, 2009.

46 Stiglitz chama a crise atual de a "grande recessão que começou em 2008", usando letras minúsculas. No contexto deste artigo, trato a crise como Grande Recessão, com letras maiúsculas, tais como escrevemos Grande Depressão. Ver Stiglitz, 2010, p.9.

países industriais avançados e no sistema monetário internacional que estão na raiz da crise atual. Desde a década de 1970, vários países iniciaram processos de liberalização da Conta de Capital para acabar com o que foi chamado por Ronald McKinnon de repressão financeira.⁴⁷ Na primeira metade da década de 1980, várias economias industriais avançadas passaram por um rápido processo de abertura da conta de capital e desregulação do mercado financeiro. Em sua forma mais visível, esse processo foi chamado por Adrian Hamilton, em livro que ficou famoso, de Revolução Financeira e o processo desregulamentação dos mercados financeiros passou a ficar conhecido como Big Bang.⁴⁸

Nesse mesmo período, eclodiu a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento.⁴⁹ O Plano Brady, que finalmente conseguiu estabelecer bases factíveis para a saída negociada da crise, teve como sua principal estratégia transformar os empréstimos dos *syndicate loans*, que eram contabilizados como crédito nas tesourarias dos bancos, em papéis securitizáveis, negociados em mercado, os chamados Bradies. A securitização é o processo de conversão de ativos financeiros ou não financeiros em um título negociável no mercado de capitais. Os fluxos de caixa gerados pelo ativo-base devem pagar o principal, remunerar os encargos do título e as despesas de comercialização, ou seja, a obrigação de pagamento dos ativos-base são a garantia das *securities*.⁵⁰ A securitização substitui o crédito bancário por financiamento através do mercado de capitais, portanto, essa operação converte dívida em investimento. Com o sucesso da renegociação das dívidas soberanas, essas operações, que desde a década de 1960, já eram praticadas em pequena escala no mercado imobiliário dos Estados Unidos, passaram a ser popularizadas, sendo usadas para ampliar o financiamento de vários tipos de empresas e atividades econômicas.

Com as inovações financeiras, nas décadas de 1980 e 1990, abriram-se oportunidades em atividades financeiras não bancárias - expandiram-se o mercado de bonds, securities, mercados de câmbios e de commodities e todo o tipo de derivativos financeiros. No caso dessas firmas, os ganhos não decorriam do spread dos juros pagos e recebidos, como na atividade bancária

47 A tese foi originalmente levantada por McKinnock and Shaw. Ficou popularizada por vários artigos de McKinnock, entre eles. Ver McKinnock, 1980.

48 Para uma descrição desse processo ver Hamilton, 1986.

49 Ver Dias Alejandro para uma discussão sobre o tema.

50 Ver Jobst, 2006. Ver também Silva et alli, 2010.

tradicional. As remunerações dependiam de comissões, taxas e ganhos de capitais⁵¹. Nesse contexto, broker-dealers, como Solomon Brothers, Merrill Lynch e os Hedge Funds obtinham grandes lucros negociando com securities e bonds, vendendo para pessoas físicas e para investidores institucionais.

Nesse contexto, os bancos norte-americanos pressionavam para a revogação do Glass-Steagall Act de 1933, que determinava a separação de bancos comerciais e bancos de investimento, e, ainda, faziam lobby para a desregulamentação da legislação bancária, criada como resposta à Grande Depressão nos EUA.⁵² Na década de 1980, vários bancos importantes desse país passaram por dificuldades ou faliram, devido à conjunção de fatores: aumento da concorrência nas atividades financeiras e dificuldades de pagamento em diversos mercados.⁵³ O setor bancário norte-americano saiu dessas crises com alterações profundas no marco regulatório. As duas maiores alterações legais foram (i) A Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act de 1994 e (ii) o GLBA - Gramm-Leach-Bliley Act de 1999. A primeira, sancionada em 29 de setembro de 1994, derrogava o McFadden Act, permitindo a expansão nacional da atividade bancária, antes fortemente restrita em termos regionais. A segunda, sancionada em novembro de 1999, ampliava as atividades que os bancos podiam realizar e, na prática, derrogava o Glass-Steagall Act que separava os bancos comerciais dos negócios com securities, assim como derrogava partes do Banking Holding Company Act de 1956, que separava a atividade de bancos comerciais do negócio de seguros.⁵⁴

A consequência dessa desregulamentação foi a concentração da atividade bancária nos EUA. No início da década de 1980, havia 15.000 bancos no país, número que foi reduzido para 8.000, em 2008. Além disso, as maiores empresas expandiram enormemente suas atividades, criando um grande número de subsidiárias que atuavam nos mais diversos negócios financeiros. Finalmente, a parte da receita do setor devida a outras fontes que não o pagamento de juros aumentou de menos de 20% na década de 1970 para cerca de 48% no primeiro trimestre de 2009. Ou seja, cada vez mais o negócio dos grandes bancos e do setor financeiro era ganhar dinheiro com comissões, taxas e ganhos de capital, fazendo com que a atividade bancária tradicional

51 Para uma descrição irônica do boom desses mercados nos EUA na década de 1970 e 1980 ver Lewis, 1990.

52 Ver Kindleberger, 1987, p.65.

53 Por Exemplo em julho de 1982 faliu o Penn Square, em 1983 foi a vez do Seattle First Bank que levou a fusão de emergência com o Bank of America, em 1984 faliu o Continental Illinois. Ver Chenais, 1996.

54 Ver Barth, Li e Lu, 2010.

perdesse importância.

O sistema financeiro mundial caminhava de uma forma estranha. Se por um lado havia a preocupação de aumentar a segurança dos bancos, o que levou aos Acordos de Capital de Basileia, por outro lado, pouco se fazia para restringir as atividades das empresas financeiras não bancárias.⁵⁵ Mas, os bancos cada vez menos obtinham seus ganhos no *spread* na atividade tradicional bancária de realizar empréstimos baseados nos depósitos de seus clientes. O negócio evoluiu para os chamados full-Service banking, ou seja, bancos universais com diferentes linhas de negócio - varejo, investimento, seguro, gestão de ativos, gestão de fundo de pensão, operação com securities, desenho e corretagem de lançamento de securities etc. Portanto, os bancos tornaram os organizadores e formuladores de ativos financeiros que eram vendidos no mercado de capitais para instituições bancárias e não bancárias, ou seja, para investidores institucionais, para outros bancos, Hedge Funds, Private Equity funds etc.⁵⁶

Essa nova forma de organização do negócio bancário tornou vulnerável toda a estrutura financeira do país a um *crash* no mercado de *securities*. Nessas condições, a bolha do subprime e seu estouro, em 2007, desencadeou uma crise bancária em outubro de 2008, que afetou não apenas a economia norte-americana, mas através dos mecanismos da globalização financeira, a economia de todos os países industriais avançados.

Empréstimos *subprimes* podem ser definidos simplesmente como aqueles com elevado risco de crédito. Enquanto que no mercado regular tomadores de empréstimos hipotecários devem demonstrar capacidade de pagamento e uma história de crédito positiva, os tomadores *subprime* são aqueles que não têm esses predicados. Esse tipo de operação cresceu 25% por ano entre 1994-2003, aumentando dez vezes em 9 anos, sendo que mais da metade desses tomadores eram minorias, particularmente negros e hispânicos⁵⁷.

Esses empréstimos, muitas vezes realizados originalmente por bancos locais, não eram mantidos na tesouraria dessas instituição. No passado, quando um cliente ficava inadimplente, os bancos assumiam o risco da operação. Portanto, operavam com a cautela necessária para evitar um crescimento da

55 Para uma discussão sobre os Acordos de Basileia e sua aplicação no Brasil ver Prado e Monteiro filha, 2009.

56 Ver Silva et alli, 2010, pp.9-10.

57 Dados do Federal Reserve Bank, 2004.

carteira de atrasados que poderia levá-los à falência. Mas, a partir da década de 1990 esses bancos passaram a vender hipotecas de *subprime* para Sociedades de Propósito Específico, ou, como eram conhecidas Special Purpose Vehicles-SPV. Essas operações eram reunidas em um portfólio de alto risco, mas com remuneração elevada, sendo que as SPV operavam como um Trustee.

Observa-se que uma vez organizada uma carteira de hipotecas a qualidade dos recebíveis era um fator essencial para a determinação do fluxo de caixa esperado. No entanto, o *trustee* emitia títulos com diferentes prioridades de recebimento em caso de inadimplência, portanto, diferentes qualidades de risco e remuneração. O *pool* de ativos financeiros reunia hipotecas de diferentes regiões e a prioridade do pagamento era determinada em cascata (sendo que prioridade significa um maior *rating*). A forma como essas operações eram estruturadas fazia com que a maior parte desses títulos recebesse elevada classificação das Agências de Risco. O modelo pressupunha que a probabilidade de uma elevada inadimplência no conjunto do país, acompanhada de uma queda do preço dos colaterais, também, no conjunto do país, era remota. Embora os custos da securitização fossem elevados, já tinham que remunerar as comissões e os custos gerenciais, legais e de pagamento das agências de fees, os proprietários dos asset-back trust (ABS) dependiam da construção de produtos complexos, como os collateralized debt obligations (CDOs), para viabilizar a operação. Isso porque, a qual eram atribuídos menor risco (e portanto para os quais eram pagos juros menores), deveriam ser vendidos para investidores institucionais (regulados) para financiar a remuneração de todas essas empresas.

O *crash* do subprime mostrou seus primeiros efeitos quando dois Fundos Hedge do Bear Stearns, que atuavam com papéis do mercado hipotecário, não conseguiram atender as demandas para aumentar seus colaterais em operações financeiras no mercado bancário⁵⁸. As garantias adicionais foram exigidas em virtude da redução da classificação de risco da Moody's que afetou o valor de alguns títulos lastreados em empréstimos hipotecários *subprime*, que eram avaliados como aplicações *Investment Grade*.⁵⁹

Com a divulgação da crise do mercado de hipotecas nos EUA, a

58 Ou seja, não conseguem atender as chamadas *Margin Calls*, fenômeno similar ocorrido em muitos empréstimos para aplicação na Bolsa de Valores no caso do crash de 1929.

59 Ver Morris 2008, p.ix.

partir do qual eram emitidos os CDO (*collateralized debt obligations*), o temor quanto a situação financeira de empresas que operavam nesse mercado ou de seguradoras que garantiam as carteiras de títulos lastreados em hipotecas, através de operações no mercado de derivativos (*credit default swaps*) provocou ondas de choque na economia mundial.⁶⁰ Os problemas relacionados ao *subprime* começaram a eclodir em todo o mundo. Um pouco depois da crise do Bear Stern, um Hedge Fund de Londres avaliado em 900 bilhões de dólares fechou as portas. Bancos suíços e alemães anunciaram prejuízos e medidas de reestruturação.⁶¹

Ainda em 2007 foram anunciados perdas elevadas em grandes bancos, sendo que em alguns casos, como no Citigroup, foram reveladas operações de cerca de 400 bilhões de dólares em mercados arriscados, que não eram registradas nos balanços, em um misterioso título intitulado SIV (Structure Investment Vehicle).⁶² A situação financeira mundial, no entanto, ainda se manteve relativamente estável devido a ação dos bancos centrais, em especial do Federal Reserve norte-americano, de cortar taxas de juros e aumentar sua linha de desconto para o setor financeiro.

No ano seguinte a situação voltou a se agravar. A crise entrou em uma nova fase com o resgate do Bear Stearns, pelo JP Morgan, apoiado pelo Federal Reserve em março de 2008. Em julho, a autoridade monetária norte-americana também se viu obrigada a resgatar e nacionalizar parcialmente as grandes operadoras do mercado de hipotecas norte-americano Fannie Mae e Freddie Mac⁶³. Em setembro de 2008 a situação no mercado bancário tinha tomado a forma de um pânico, quando o FED (Federal Reserve) permitiu a falência do banco de investimento Lehman Brothers. Em outubro de 2008, os bancos do *Federal Reserve Fund* dos EUA suspenderam, em massa, empréstimos no *Federal Funds Market*. O mercado praticamente parou quando no dia 8/10/2008 a taxa de empréstimo para o *intraday trading* chegou a 7%.⁶⁴

60 Ver Murphy, 2008.

61 Morris 2008, p. x.

62 SIV é um tipo de operação através do qual um fundo obtém empréstimos de curto prazo vendendo commercial paper de curto prazo (em geral menos de um ano) no mercado financeiro. Esses recursos são usados para comprar papéis de prazo mais longo (em geral mais de um ano) que pagam taxas de juros mais elevadas. O ganho da operação é a diferença entre a taxa mais baixa paga no curto prazo e a mais elevada obtida no longo prazo.

63 Ver Bordo, 2008, p.4.

64 Ou seja, os empréstimos interbancários, que viabilizam os mecanismos cotidianos de compensação entre posições superavitárias e deficitárias dos bancos entre si, praticamente entraram em colapso. Ver Hunter, 2008.

Crises bancárias sempre afetam o lado real da economia, tanto pelo temor de perda de depósitos pelos clientes do banco, como pela dificuldade de empresas e pessoas obter financiamentos, afetando investimento e consumo. Os efeitos sobre a oferta de crédito e sobre os mercados de ativos levaram a economia norte-americana e internacional a uma forte recessão.⁶⁵ Para evitar que a recessão profunda se transformasse em uma depressão, os bancos centrais do EUA, da União Européia e do Japão inundaram o mercado com liquidez, sendo acompanhados por políticas fiscais expansionistas e pela concessão de apoio governamental aos setores mais afetados pela crise. Pelo menos uma lição tinha sido apreendida há algumas décadas com a Grande Depressão: a de que os governos devem agir rápido para evitar que a destruição dos mecanismos de crédito joguem a economia em uma espiral deflacionária.

6- A Grande Recessão e a Grande Depressão Comparadas: Como enfrentar a crise atual?

Uma comparação entre a Grande Depressão na década de 1930 e a Grande Recessão atual mostra que essa é, até o momento, mais amena do que aquela. Na década de 1930, a crise caracterizou-se por quedas elevadas no nível de atividade econômica no período 1929-1933, sendo que o PNB norte-americano caiu em mais de 30% entre esses anos. Os efeitos da crise estenderam-se muito além. O PIB só voltou ao nível de 1929 em 1937 e a renda per capita daquele ano só foi novamente alcançada durante a Segunda-Guerra Mundial⁶⁶. No caso atual, os efeitos sobre o nível de atividade foram muito menores - segundo o World Economic Outlook, do FMI, apenas em 2009 o crescimento do Produto norte-americano foi negativo. No entanto, uma taxa de desemprego elevado (superior a 9%) e uma frágil recuperação, com baixas taxas de crescimento, parecem ser características persistentes.

Como no caso da Grande Depressão na década de 1930, as explicações da causa da crise e as estratégias para combatê-la deram origem a forte controvérsia. Na década de 1930, chamei de céticos da estabilização as correntes econômicas que consideravam que não era possível realizar políticas

⁶⁵ Estudo de Ivashina e Scharfstein, 2008, sobre empréstimos bancários durante a crise financeira de 2008 mostraram que novos empréstimos para grandes tomadores caíram 36% durante o pico do período de crise financeira (agosto-outubro de 2008) com relação ao trimestre anterior e 60% com relação ao pico do boom de crédito (maio-junho de 2007).

⁶⁶ Ver Prado, 2009..

anticíclicas para combater a crise. Por outro lado, um conjunto heterogêneo de economistas entendia que a crise tinha sido provocada por erros das políticas governamentais e, portanto, podia ser corrigida através de políticas públicas corretas. Atualmente, nenhuma corrente sustenta que não há nada a ser feito. No atual momento histórico, no meio acadêmico, mesmo os defensores de um estado mínimo sustentam a necessidade de ações anticíclicas. Mas, há interpretações distintas sobre a origem da crise e, portanto, sobre as medidas necessárias para combatê-las.

Há três interpretações principais sobre as causas da crise. A primeira, compartilhada pelas correntes tradicionais, imputa a responsabilidade à problemas de risco moral, facilitada pela ação regulatória do Estado, por políticas monetárias excessivamente frouxas e pela irresponsabilidade de alguns agentes do mercado. Variações dessa interpretação foram sustentadas pela *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) instituída pelo Congresso Norte-Americano e é o diagnóstico implícito no *Trouble Asset Relief Program* (TARP), apoiado pelos secretários do tesouro de Bush (Henry M. Paulson) e de Obama (Timothy Geithner). A segunda, proposta por autores de tradição de esquerda, marxistas, kaleckianos ou do radicalismo acadêmico norte-americano, imputa a crise à estagnação dos salários reais e à concentração de renda que, associados aos déficits fiscais e comerciais, levam a necessidade de aumentar o endividamento das famílias para viabilizar a demanda doméstica - ou seja, a crise é explicada por problemas de realização⁶⁷. Essa explicação é similar em muitos pontos a dada pela esquerda norte-americana para a crise de 1930 - contudo, atualmente essa abordagem propõe medidas econômicas, principalmente maior intervenção do governo, que não eram consideradas no século passado. Ou seja, as propostas de reformas da esquerda atual se parecem mais com as dos democratas reformistas daquela época do que com aqueles que consideravam que pouca coisa podia ser feita para evitar crises cíclicas, com depressões, na economia capitalista.

A terceira interpretação baseia-se na tradição keynesiana e aponta como principal causa da crise a desmontagem do aparato regulatório do período de hegemonia keynesiana e/ou problemas monetários associados à hipótese de estabilização financeira de Minsky. Sustentam essa abordagem autores como Jan Kregel e James K. Galbraith⁶⁸. Cada linha de argumentação defende um

67 Ver, por exemplo, o artigo de Barba e Pivetti, 2009.

68 Ver Kregel, 2011 e Galbraith, 2010.

conjunto de políticas para superar o momento atual e tem projeções sobre as perspectivas norte-americanas de sair da crise.

Na década de 1930, um governo forte, com um política ousada e com grande prestígio, decidiu a disputa a partir de uma agenda de reforma que até hoje marca o debate político nos EUA. Na época eram os conservadores, representados pelo partido republicano e pelo presidente Hoover, que estavam na defensiva. O momento da troca do governo foi crucial para a capacidade de reação à crise. Em 1933, a crise tinha chegado ao seu apogeu e Roosevelt tinha condições políticas de fazer reformas profundas nas instituições econômicas e financeiras norte-americanas. Os objetivos imediatos do presidente eram o de criar empregos e gerar rendas o mais rápido possível. Os opositores do regime estavam enfraquecidos e não opuseram resistência a suas políticas.

Quando Obama chegou ao poder em 2009, a crise tinha eclodido há pouco tempo. Autores como Thomas Ferguson and Robert Johnson mostraram que a iniciativa de Paulson para conter a crise (que foi chamada de *Paulson Put*) foi uma tentativa de tentar postergar a realização de perdas para depois da eleição de novembro⁶⁹. Depois da posse, Obama fez poucas alterações na equipe econômica, mantendo em posições de comando pessoas comprometidas com os interesses da comunidade financeira norte-americana. O presidente assumiu o governo e foi recebido, sem trégua, com fortes pressões de uma oposição vigorosa e sectária. Sua agenda na área social, em especial sua reforma da política de saúde, transformou a questão fiscal no principal tema do debate no Congresso.

A ação anticíclica de Obama foi baseada no *The American Recovery and Reinvestment Act*, aprovado em 17 de fevereiro de 2009, que estabelecia um programa de dispêndios envolvendo vários programas federais, crescimento e extensão de certos benefícios através do *Medicaid*, compensações por desemprego e programas de alimentação. Essa lei tinha um orçamento de 787 bilhões de dólares, que era considerada um valor modesto por vários economistas de sua administração. Desse montante, apenas 500 bilhões de dólares estavam relacionados a contratos, doações ou empréstimos, com efeitos previsíveis sobre a demanda agregada. Redução de impostos perfazia o resto da previsão de gastos. Parte dos gastos deveria ser realizada no longo prazo, sem efeitos imediatos na economia.

A atual crise econômica norte-americana tem dois componentes.

69 Ver Ferguson e Johnson, 2009

Em primeiro lugar, o resultado do estouro da bolha do *subprime*, afetando as instituições financeiras que eram as detentoras dos ativos deflacionados. Em segundo lugar, o resultado da deflação dos ativos e das restrições de crédito sobre a capacidade de compra das famílias. Desde a década de 1990, as famílias norte-americanas vinham usando seus ativos, como colaterais para obter crédito. Na medida que suas propriedades tinham perdido valor e que muitas famílias estavam endividadadas, a redução do consumo até a restauração de uma melhor posição financeira era um comportamento esperado. A política empreendida pelo governo norte-americano foi suficiente para resgatar a situação econômica dos grandes bancos, mas não melhorou o problema da dívida acumulada pelas famílias. O resultado óbvio é uma lenta recuperação da economia e o constante risco de um novo repique da crise, em vista das pressões pelo corte de gastos públicos para atender ao serviço da enorme dívida pública, contraída para resgatar o setor financeiro.

Ou seja, tanto o governo Bush como o governo Obama empreenderam políticas que atenderam a demanda de um segmento poderoso, política e economicamente, nos EUA - os grandes bancos e outras empresas financeiras. A massa da população, formada pelos tomadores dos empréstimos, foi duplamente afetada: (i) pela redução do crescimento econômico - e portanto dos empregos - e (ii) pela maior restrição ao crédito.

A atuação do governo norte-americano foi suficiente para impedir que a *crash* do *subprime* e o pânico bancário transformar-se em uma depressão. Isso foi feito com um grande aumento da dívida pública, que terá de ser paga pelo conjunto da população. Apesar de haver evidências fortes de que na raiz da crise atual está o abandono da ordem econômica, inspirada em princípios keynesianos, e a implantação de uma ordem liberal, mais parecida com a vigente no período anterior a 1930, na opinião pública a percepção é outra. A visão majoritária na opinião pública norte-americana é de que a dívida pública, surgida da socialização das perdas do setor financeiro, é produto da irresponsabilidade de um Estado gastador.

Diferente da década de 1930, quem está hoje na ofensiva são os republicanos, principalmente sua ala mais conservadora, representada pelo Tea Party. Nas condições atuais, a capacidade de usar política fiscal como um instrumento anticíclico, está muito reduzida. A política keynesiana, que foi desenhada para combater deflação das rendas, não é eficiente em um cenário

em que o problema é o tamanho do endividamento das famílias e a sensação de insegurança gerada pela sensação de empobrecimento, devido a perda de valor de suas propriedades e ativos.

A crise interna é agravada pela crise externa. A situação econômica da Europa, impõe limites para a idéia de recuperar a economia norte-americana pela demanda externa. Mesmo que países em desenvolvimento e, em especial, a China e outros países asiáticos, contribuam para expansão do comércio internacional, o possível efeito da demanda desses países na economia norte-americana é reduzido.

Há várias indicações que os efeitos da crise vêm se tornando crônicos. Ou seja, a economia norte-americana, mesmo em um cenário positivo, crescerá pouco e terá de sustentar um nível elevado de desemprego. Nessas circunstâncias a agenda política passa a ter um maior peso na estratégia econômica.

Na campanha presidencial do próximo ano, entre os temas fundamentais estarão o desemprego e o tamanho da dívida pública. A agenda republicana é a mesma desde os anos Reagan - redução de impostos e corte de gastos sociais. James Galbraith analisou essa agenda em um livro instigante⁷⁰. Esse autor mostrou que a reunião de várias forças políticas e econômicas conseguiram fazer que essa agenda tivesse um enorme apelo popular e é aceita por grandes setores da sociedade norte-americana. Por outro lado, os democratas, e principalmente, o presidente norte-americano tem se mostrado tímido nas propostas e pouco ousado em sua disposição de combater o discurso conservador. Nessas circunstâncias parecem não haver, até o momento, forças importantes nos EUA que possam promover uma agenda de reforma e reconstrução da economia norte-americana e mundial, como foi apresentada e defendida por Roosevelt na década de 1930.

7 - Conclusão

É sempre difícil fazer história do tempo presente. A comparação entre uma crise passada e a atual mudará necessariamente com o desenrolar da situação presente. Este artigo não pretendeu fazer uma análise teórica da crise, mas escrever um ensaio com um avaliação crítica de seus desdobramentos, através do olhar de um historiador econômico. Mas, como alertou Gerschenkron,

⁷⁰ Ver Galbraith, 2009.

citando Goethe, toda descrição factual é necessariamente uma teoria.⁷¹ Nesse sentido, sustentei no artigo que a raiz da crise atual encontra-se no abandono da ordem econômica construída no pós-guerra, como resultado das lições aprendidas com a Grande Depressão. Mas, esta, a meu juízo, explica apenas porque a crise foi possível e não porque ocorreu.

Não fiz no trabalho uma discussão exaustiva dos mecanismos que provocaram a crise atual - portanto, este trabalho descreveu a crise e não explicou-a. Uma das explicações prováveis é a estagnação da renda dos trabalhadores norte-americanos, devido a concentração de renda, e o aumento do consumo baseado no crédito. Mas, a dinâmica das crises financeiras, estimulada pela globalização financeira, facilitada pela desregulação e pela teorias de mercados eficientes são, também, outra razão provável. A investigação dessas razões, no entanto, não fazem parte do escopo do artigo.

A crise atual entrou, nestes últimos meses, no que Arturo Guillén chamou de terceira fase da crise global, que seguiu-se depois do *crash* do *subprime* (primeira fase), em 2007, e da recessão global em 2008-2009 (segunda fase). Neste momento, ela vem afetando de forma mais grave os países europeus, impondo uma grande pressão sobre os países mais financeiramente mais frágeis na zona do Euro. Esse desenvolvimento da crise pode ser comparado com a desorganização causada à economia europeia que seguiu-se à falência do Credistanstalt, o maior banco da Áustria, em maio de 1931, levando ao definitivo abandono do Padrão Ouro naquele continente⁷².

No entanto, se há alguma utilidade na comparação histórica, é pouco provável que o fim das dificuldades econômicas esteja próximo. A explicação que esta crise é provocada apenas por alguns excessos de instituições financeiras, ou seja, de risco moral, e que será facilmente superada sem maiores alterações no marco regulatório, que é a tese do Financial Crisis Inquiry Commission é simplista e insustentável. Erasmo de Rotterdam usava uma frase adequada para definir explicações simplistas: *Stultis et apud Stultos*, ou seja, feita por tolos para os tolos⁷³. Temo, portanto, que tal como a Grande Depressão de 1930 a Grande Recessão será um crise prolongada e, embora não possamos saber como terminará, ainda teremos de esperar vários anos pelo seu desfecho.

71 Ver Gerschenkron, 1967, p.446

72 Ver Clavin, Patricia, p.121-124.

73 Erasmo de Rotterdam, 1506.

Referências Bibliográficas

- ALCROFT, Derek H. *From Versailles to Wall Street 1919-1929*, Pelican History of World Economy in the Twentieth Century, Pelican Books, 1987.
- BARBA, Aldo e PIVETTI, Massimo - "Rising Household debt: Its causes and macroeconomic implications - a long-period analysis", *Cambridge Journal of Economics*, 2009, 33, pp.113-137
- BARTH, James R, LI, Tong e LU, Wenling, "Bank Regulation in the United States", *Cesifo Economic Studies*, Vol.56, 1/210, pp.112-140.
- BEAN, Charles - "Great Moderation, Great Panic and Great Contraction", Schumpeter Lecturer, *Journal of European Economic Association*, Vol.8, Issue 2-3, pp.285-325, April-may, 2010. Annual Congress of the European Economic Association, Barcelona, 2009.
- BERNANKE, Ben S. - *Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Meetings of the Eastern Economic Association*, Washington, DC., February 20, 2004
- BOIANOVSKY, Mauro e TRAUTWEIN, Hans-Michael - Haberler, "The League of Nations and the Quest for Consensus in Business Cycle Theory", *History of Political Economy*, 38:1,2006, p.45-88.
- BORDO Michael D. e HAUTCOEUR, *Why didn't France Follow the British Stabilization after world War One?*, DELTA - Département et laboratoire D'Économie Théorique e Appliquée, Working Paper n°2003-15.
- BORDO, Michael D. - "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008", *NBER Working Paper Series*, Working Paper n° 14569, December 2008.
- BRAUDEL, Fernand - *O Mediterrâneo e o Mundo Mediterrâneo*, edição original, 1966, edição portuguesa, Publicações Dom Quixote, 2 vol. Lisboa, 1995.
- BRAUDEL, Fernand - *Reflexões sobre a História*, tradução brasileira, Martins Fontes, São Paulo, 2002.
- BROGAN, Hugh, *The Penguin History of the United States of America*, Penguin Books, 1985
- CHANDLER, Jr., Alfred D. e GALAMBOS, Louis, "The Development of Large-Scale Economic Organization in Modern America", *The Journal of Economic History*, Vol.30, No.1, (Mar., 1970), pp.201-217.
- CHENAIS, François - "Mundialização Financeira e Vulnerabilidade Sistêmica" em Chenaïs, François, Org., *A Mundialização Financeira*, Xamã editora, 1996.
- CLAVIN, Patricia - *The Great Depression in Europe*, St Martin Press, 2000
- COMMONS, John R.- "Hobson's 'Economics of Unemployment' ", *American Economic Review*, Vol.13, No 4, dec 1923, pp.638-647.
- DE LONG, J. Bradford, "The Triumph of Monetarism?", *The Journal of Economic Perspectives*, vol.14, No1, Winter 2000, pp.83-94.

- DIAS-ALEJANDRO, Carlos - Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash, *Journal of Development Economics*, 19 (1985) 1-24, North-Holand.
- DRUMOND, Ian M. – *The Gold Standard and the International Monetary System 1900-1939*, Studies in Economic and Social History, McMillan, London, 1987.
- EICHENGREEN, Barry – *Globalizing Capital*, Princeton University Press, 2008.
- Erasmus de Rotterdam - *Moriae Encomium*, versão original latina de *Elogio a Loucura*, 1509, disponível em: http://la.wikisource.org/wiki/Moriae_encomium.
- Federal Reserve Board - Remarks by Governor Edward M. Gralich at the Financial Services Roundtable Annual Housing Policy Meeting, Chicago, Illinois, May 21, 2004 em <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2004/20040521/default.htm>, acesso em Outubro de 2011.
- FERGUSON, Thomas e JOHNSON, Robert - “Too Big to Bail: The Paulson Put, Presidential Politics and the Global Financial Meltdown”, Part I, *International Journal of Political Economy*, 38, no1, pp.3-34, Spring, 2009
- FERGUSON, Thomas e JOHNSON, Robert - “Too Big to Bail: The Paulson Put, Presidential Politics and the Global Financial Meltdown”, Part II, *International Journal of Political Economy* 38, no2, pp.5-45, Summer, 2009.
- FOREMAN-PECK, James – “The American Challenge of the Twenties: Multinationals and the European Motor Industry”, *The Journal of Economic History*, Vol.42, No4 (Dec, 1982), pp.865-881.
- FRIEDMAN, Milton – “The Quantity Theory of Money – A Restatement” em *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press, pp.3-21, 1956.
- FRIEDMAN, Milton e SCHWARTZ, Anna Jacobson- *A Monetary History of the United States, 1867-1960*- Princeton University Press, 1963.
- FURTADO, Celso – *A Formação Econômica do Brasil*, Editora Fundo de Cultura, 1959.
- GALBRAITH, James - “The Great Crisis and The American Response”, Levy Economic Institute of Bard College, *Public Policy Brief*, No 112, 2010
- GALBRAITH, James - *The Predator State: How Conservatives abandoned the Free Market and why the Liberals should too* (Free Press, 2009),
- GALBRAITH, John Kenneth – *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin Company, Boston, 1988.
- GERSCHENKRON, Alexander - “The Discipline and I”, *The Journal of Economic History*, Vol. 27, No. 4, The Tasks of Economic History, (Dec., 1967), pp. 443-459
- GERSCHENKRON, Alexander - *Economic Backwardness in Historical Perspective*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass. e London, England, 1962.
- GUILLÉN, Arturo - *La Tercera Fase de la Crisis Global: A Europa en el Centro del torbellino*, mimeo, 2011

- HAMILTON, Adrian - *The Financial Revolution*, Peguin Books, 1986.
- HELLER, Agnes - *O Cotidiano e a História*, Paz e Terra, 4ª edição, 1992.
- HUNTER, Greg W. - *Anatomy of the 2008 Financial Crisis: An Economic Analysis Postmortem* (November 22, 2008). CPP Department of Economics. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1305649>
- IVASHINA, Victoria e SCHARFSTEIN, David – *Bank Lending During the Financial Crisis of 2008*, November 5, 2008. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1297337>
- JOBS, Andreas A - “Sovereign Securitization in Emerging Markets”, *Journal of Structure Finance*, 2006, vol. 12, No.3.
- KEYNES, John Maynard, “The Economics Consequences of Mr. Churchill”, 1925 em Keynes, John Maynard, *Essays In Persuasion*, W.W. Norton e Company, 1963.
- KINDLEBERGER, Charles P- *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, MacMillan, London, 1989.
- KINDLEBERGER, Charles P. - *International Capital Movements*, Cambridge University Press, 1987.
- KINDLEBERGER, Charles P.- *The World in Depression 1929-1939*, The Pelican History of World Economy in the Twentieth Century, 1987.
- KREGEL, Jan - “Resolving the US Financial Crisis”, *PSL Quarterly Review*, vol.64 n.256 (2011), p.23-37
- LE GOFF, Jacques – *A História Nova*, Martins Fontes, 1998, São Paulo
- League of Nations Statistical and Disarmament Documents- Statistical Yearbook, 1938-1939 – disponível em forma digital na Northwestern Library , ver <http://www.library.northwestern.edu/govinfo/collections/league/stat.html#1936>
- LEWIS, Michael - *Liar’s Poker, Rising Through the Wreckage on Wall Street*, Peguin books, 1990.
- LORANT, John H., “Technological Change in American Manufacturing During the 1920’s”, *The Journal of Economic History*, Vol.27, No.2 (jun.,1967),pp.243-246.
- LUCAS Jr., Robert E., “Macroeconomic Priorities”, *The American Economic Review*, Vol.93, No.1, Mar, 2003, pp.1-14.
- LUCAS Jr., Robert E., “Monetary Neutrality”, *Prize Lecture*, December 7, 1995 em http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf.
- MCKINNON, Ronald - *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brooking Institute, 1973.
- MINSKY, Hyman P- “A Theory of Systemic Fragility”, em E.J. Altman and A.W. Sametz (Eds) *Financial Crisis: Institutions and Markets in a Fragile Environment* New York, Wiley, 1977, pp.138-52,
- MINSKY, Hyman P- “A Theory of Systemic Fragility”, em E.J. Altman and A.W. Sametz (Eds) *Financial Crisis: Institutions and Markets in a Fragile Environment* New York, Wiley, 1977, pp.138-52,

MINSKY, Hyman P. – John Maynard Keynes, Mc-Graw Hill, Primeira edição 1975, edição atual 2008.

MINSKY, Hyman P. – John Maynard Keynes, Mc-Graw Hill, Primeira edição 1975, edição atual 2008.

MITCHELL, Broadus – *The Depression Decade from New Era Through New Deal 1929-1941*, M.E.Sharpe, Inc, New York, 1947, reprint 1975.

MITCHELL, Wesley C. *Business Cycles*, New York, National Bureau of Economic Research, 1927.

MORRIS, Charles R. – *The Trillion dollar Meltdown*, Public Affairs, New York, 2008.

MURPHY, Austin – *An Analysis of the financial Crisis of 2008: Causes and Solutions*, 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1295344>

PALLEY, Thomas – “A Theory of Minsky Super-cycles and Financial Crisis”, *Contributions to Political Economy*, 2011, 30, 31-46.

PRADO, LCD - “A Economia Política da Grande Depressão da década de 1930”, em Limonic, F e Martinho, Carlos, *A Grande Depressão*, Civilização Brasileira, 2009

PRADO, Luiz Carlos Delorme e MONTEIRO FILHA, Dulce - O BNDES e os Acordos de Capital de Basiléia, *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V, 12, N.23, PP-177-200, junho 2005.

RAPPOPORT, Peter e WHITE, Eugene Nelson - “Was There a Bubble in the 1929 Stock Market?”, *Journal of Economic History*, Vol. 53, No. 3 (Sep., 1993), pp. 549-574.

ROBBINS, Lionel, *The Great Depression*, London, MacMillan, 1934

ROGOFF, Kennet S e REINHART, Carmem M. - *Oito Séculos de Delírios Financeiros: Desta Vez é Diferente*, Elsevier Editora, 2010.

ROMER, Christina D – “The Great Crash and the Onset of the Great Depression”, *Quarterly Journal of Economics*, August 1990, 105, 597-624.

ROMER, Christina D. – “The Nation in Depression”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol.7, No.2 (Spring, 1993), pp.19-39.

RÖTHELI, Tobias F., “Business Forecasting and the Development of Business Cycle Theory”, *History of Political Economy*, 2007, 39(3), 481-510.

ROTUNDA, Ronald D. – “The Liberal Label: Roosevelt’s Capture of a Symbol”, *Public Policy* 17, 1968, 377-408.

SCHUMPETER, Joseph – “An Economic Interpretation of Our Time: The Lowell Lectures”, em Swedberg, Richard (org), *Joseph A. Schumpeter, The Economics and Sociology of Capitalism*, Princeton University Press, 1991.

SCHUMPETER, Joseph – *A Teoria do Desenvolvimento Econômico*, Nova Cultural, São Paulo, 1988.

SCHUMPETER, Joseph – *Business Cycles: A Theoretical, History and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, 2 vols., New York e London, McGraw-Hill, 1961

- SILVA, Daniel José; MACEDO, João Marcelo; VERAS, José Airton e VASCONCELLOS, Marco Tulio - “Securitização: Uma Alternativa Viável para a Redução de Despesas das Empresas Brasileiras?” em *Qualit@s Revista Eletrônica* ISSN 16774280, Vol.9. N. 2 (2010), disponível em <http://revista.uepb.edu.br/index.php/qualitas/article/viewFile/836/475>. Acesso outubro de 2012.
- STIGLITZ, Joseph - *The Roaring 1990s*, Norton e Company, New York e London, 2003.
- STIGLITZ, Joseph E- *O Mundo em Queda Livre*, Companhia das Letras, 2010.
- SWEEZY, Paul M.– “Paul Mallor Sweezy (b.1910)” em Colander, David e Landreth, Harry – *The Coming of Keynesianism to America, Conversations with the Founders of Keynesian Economics*, Edgar Elgar, 1996.
- US Department of State - *Historical Statistics, Bicentennial Edition, Colonial Times to 1970*. Estados Unidos da América
- United States of American, Census Bureau, *Statistical Abstract: Historical Statistics*, 2009.