

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**Gustavo Teixeira Ferreira da Silva**

**AS CRISES FINANCEIRAS MUNDIAIS DE 1929 E 2008: UMA ANÁLISE  
COMPARATIVA A PARTIR DA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA**

**Porto Alegre**

**2010**

**Gustavo Teixeira Ferreira da Silva**

**AS CRISES FINANCEIRAS MUNDIAIS DE 1929 E 2008: UMA ANÁLISE  
COMPARATIVA A PARTIR DA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia, ênfase em Economia do Desenvolvimento, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre.

Orientador: Prof. Fernando Ferrari Filho

**Porto Alegre**

**2010**

S586c Silva, Gustavo Teixeira Ferreira da  
As crises financeiras mundiais de 1929 e 2008 : uma análise  
comparativa a partir da abordagem pós-keynesiana / Gustavo Teixeira  
Ferreira da Silva. – Porto Alegre, 2010.  
95 f.

Orientador: Fernando Ferrari Filho.

Ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Rio  
Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-  
Graduação em Economia, Porto Alegre, 2010.

1. Crise financeira internacional. 2. Crise econômica : 1929.  
3. Crise econômica : 2008. 4. Economia : Grande depressão, 1929-1933.  
I. Ferrari Filho, Fernando. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.  
Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em  
Economia. III. Título.

CDU 33(091)

**Gustavo Teixeira Ferreira da Silva**

**AS CRISES FINANCEIRAS MUNDIAIS DE 1929 E 2008: UMA ANÁLISE  
COMPARATIVA A PARTIR DA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA**

Dissertação apresentada à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Economia, ênfase em Economia do Desenvolvimento, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre.

APROVADO EM: Porto Alegre, 12 de novembro de 2010.

Prof. Dr. André Moreira Cunha (PPGE/UFRGS)

Prof. Dr. Luiz Estrella Faria (PPGE/UFRGS)

Prof. Dr. Adalmir Antonio Marquetti (PUC/RS)

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho (Orientador - PPGE/UFRGS)

*À minha amada família.*

## **AGRADECIMENTOS**

Inicialmente eu gostaria de agradecer à Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), em especial à Faculdade de Ciências Econômicas e ao Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE/UFRGS), por sua estrutura e corpo de funcionários dedicados e eficientes que me permitiram um ensino de altíssima qualidade.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível de Superior (CAPES), pelo auxílio financeiro recebido.

Ao meu orientador, Fernando Ferrari Filho, pela atenção dedicada e o conhecimento transmitido. A todos os professores do PPGE/UFRGS, os quais eu considero um grande exemplo para seguir a minha carreira profissional. E aos meus colegas que também contribuíram para meu desenvolvimento intelectual e minha formação em geral.

Por fim, gostaria de agradecer as pessoas mais importantes da minha vida. Agradeço à minha amada família, por todo apoio, carinho e compreensão. Aos meus amigos e à minha namorada, fiéis companheiros de todas as horas.

## RESUMO

A presente dissertação tem como objetivo central realizar uma análise comparativa das crises financeiras mundiais de 1929 e de 2008 com base no referencial teórico pós-keynesiano. Para tanto, utilizar-se-á uma análise interpretativa da literatura econômica e análises estatístico-descritivas. De maneira a delimitar a pesquisa, as referidas análises estão baseadas nos aspectos institucionais e em variáveis macroeconômicas selecionadas. Levando-se em consideração as possíveis limitações de uma comparação entre as duas crises financeiras mundiais, sobretudo no que diz respeito ao fator histórico e às dificuldades relativas à disponibilidade de dados do período da Grande Depressão, algumas reflexões podem ser apontadas. Entre as principais conclusões do trabalho pode-se destacar que as duas crises financeiras ocorreram em um ambiente financeiro internacional e nacional (país de origem da crise) desregulado e sob uma conjuntura de grandes desequilíbrios entre os balanços de pagamentos. Tal fato se tornou ainda mais problemático devido à falta de um prestador de última instância em nível mundial em ambos os casos. Quanto às diferenças, excluindo-se aquelas relativas ao contexto histórico específico, a mais marcante está na forma e na intensidade como as políticas monetária e fiscal foram adotadas como resposta às referidas crises. Em 2008 e 2009 os governos, em geral, empreenderam e coordenaram amplas políticas (monetária e fiscal), com o objetivo de mitigar os efeitos da crise mundial de 2007-2008, ao passo que, em entre 1929-1932, não se verificou uma coordenação em nível mundial, bem como seu uso foi bastante limitado.

**Palavras chave:** Crises financeiras mundiais. Grande Depressão. Crise do subprime. Teoria pós-keynesiana. Análise comparativa.

## ABSTRACT

This dissertation aims at presenting, in the light of the Post Keynesian theory, an economic comparative analysis between the Great Depression, 1929-1933, and the current financial crisis, 2007-2008. Going in this direction, it presents an interpretative analysis of both crises based on the economic literature and some institutional aspects and statistical data analysis related to the selected macroeconomic variables. Taking into consideration that it is difficult to compare both financial crises, especially regarding the availability of data for the period of the Great Depression, some reflections can be pointed. The main conclusions of this dissertation are the following: on the one hand, the two financial crises occurred in a context that the international and national financial markets, especially in the United States, were deregulated and the United States had a large disequilibrium in its balance of payments. This fact became even more problematic due to the lack of a worldwide lender of last resort in both cases; on the other hand, the Great Depression and the subprime crisis are different in the shape and intensity as the monetary and fiscal policies were adopted in response to such crises. From 2008 to 2009, the governments, in general, have undertaken large and coordinated economic policies (monetary and fiscal) in order to mitigate the effects of global crisis of 2007-2008, while in 1929-1933 there was no coordination at the global level, as well as its use was fairly limited.

**Key Words:** Financial crises. Great Depression. Subprime crisis. Post Keynesian theory. Comparative analysis.



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Empréstimos aos corretores (Estados Unidos), US\$ bilhões, 1925-1929 .....	39
Gráfico 2. Índice Dow Jones Industrial, mensal (outubro de 1928 =100), 1928-1932 .....	40
Gráfico 3. Mercado mundial de ações (junho de 1929=100), 1929-1932.....	43
Gráfico 4. Taxa de desemprego em alguns países (% da população ativa), 1929-1933 .....	46
Gráfico 5. Taxa de redesconto, média de seis países, junho/1929- junho/1932.....	47
Gráfico 6. Superávit fiscal mundial (% do PIB), 1925-1934 .....	48
Gráfico 7. Fluxo líquido de Capitais (US\$ bilhões), economias emergentes, 1990-2009 .....	56
Gráfico 8. Crescimento do PIB anual (variação %), 1990-2009 .....	57
Gráfico 9. Parcela dos empréstimos <i>subprime</i> com ARM adquiridos nos Estados Unidos, 2001-2006.....	63
Gráfico 10. Índice de preços das residências nos Estados Unidos (janeiro de 2000 = 100), 1995-2009.....	65
Gráfico 11. Capitalização de 51 Bolsas de Valores (US\$ trilhões), mensal, 2005 a 2009*....	70
Gráfico 12. Volume do comércio mundial (janeiro/2008 = 100), janeiro/2008 - dezembro/2009 .....	71
Gráfico 13. Produção Industrial (taxa de crescimento com relação ao mesmo período do ano anterior), 2007-2009 .....	72
Gráfico 14. Taxa de desemprego (em % da população economicamente ativa), 2007-2009..	73
Gráfico 15. Taxa de juros de curto prazo (trimestral), Estados Unidos e Área do Euro, 2007-2009 .....	74
Gráfico 16. Resultado fiscal anual, em % do PIB, do G-20 e dos Estados Unidos, 2007-2010 .....	75
Gráfico 17. Mercado de ações, junho/1929-outubro/1932 e abril/2008-fevereiro/2010.....	79
Gráfico 18. Volume do Comércio Mundial, junho/1929-outubro/1932 e abril/2008-fevereiro/2010.....	80

Gráfico 19. Produção Industrial, junho/1929-outubro/1932 e abril/2008-fevereiro/2010 .....	81
Gráfico 20. Taxas de desemprego das duas crises financeiras mundiais .....	82
Gráfico 21. Taxa de juros mensais dos bancos centrais, 1929 e 2008 .....	83
Gráfico 22. Resultado Fiscal anual, em % do PIB, 1925 e 2004.....	84

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Espiral retração do comércio mundial, US\$ bilhões, 1929-1933.....	44
Figura 2. Políticas de câmbio em 1984 e 1994.....	52

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Alterações na Política do padrão câmbio-ouro.....	34
Tabela 2. Índice do volume da produção industrial para diferentes países (1929 =100), 1930-1933 .....	45
Tabela 3. Resultado em conta corrente e reservas internacionais dos países emergentes, US\$ bilhões, 2000-2008 .....	58
Tabela 4. Hipotecas emitidas nos Estados Unidos, 2001-2006.....	63

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>13</b>
<b>2</b>	<b>CRISES FINANCEIRAS: AS CONCEPÇÕES PÓS-KEYNESIANA E NEOCLÁSSICA</b> .....	<b>17</b>
2.1	INTRODUÇÃO.....	17
2.2	A ABORDAGEM “CONVENCIONAL”: UMA BREVE CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA .....	18
2.3	TEORIA PÓS-KEYNESIANA .....	22
<b>2.3.1</b>	<b>Mercados financeiros, incerteza e atividade especulativa</b> .....	<b>23</b>
<b>2.3.2</b>	<b>Crises financeiras na visão pós-keynesiana</b> .....	<b>25</b>
2.4	MARCO INSTITUCIONAL E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS SELECIONADAS .....	28
<b>2.4.1</b>	<b>Marco institucional</b> .....	<b>29</b>
<b>2.4.2</b>	<b>Variáveis macroeconômicas</b> .....	<b>30</b>
<b>3</b>	<b>RELEMBRANDO A GRANDE DEPRESSÃO</b> .....	<b>32</b>
3.1	INTRODUÇÃO.....	32
3.2	ANTECEDENTES HISTÓRICOS: A TENTATIVA DE RETORNO AO PADRÃO OURO E A INSTABILIDADE DO PERÍODO ENTRE GUERRAS .....	33
3.3	A CRISE FINANCEIRA DE 1929 E A GRANDE DEPRESSÃO .....	37
3.4	MARCO INSTITUCIONAL E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS SELECIONADAS .....	42
<b>3.4.1</b>	<b>Marco institucional</b> .....	<b>42</b>
<b>3.4.2</b>	<b>Mercado acionário</b> .....	<b>43</b>
<b>3.4.3</b>	<b>Comércio mundial</b> .....	<b>44</b>
<b>3.4.4</b>	<b>Produção industrial</b> .....	<b>45</b>
<b>3.4.5</b>	<b>Emprego</b> .....	<b>46</b>
<b>3.4.6</b>	<b>Políticas Monetária e Fiscal</b> .....	<b>47</b>
<b>4</b>	<b>A CRISE FINANCEIRA MUNDIAL DE 2008</b> .....	<b>50</b>
4.1	INTRODUÇÃO.....	50
4.2	ANTECEDENTES HISTÓRICOS: A NATUREZA FINANCEIRA DA GLOBALIZAÇÃO.....	50
4.3	ASCENSÃO E QUEDA DO MERCADO DE <i>SUBPRIME</i> .....	59

<b>4.3.1 Desregulamentação, engenharia financeira e alavancagem do crédito .....</b>	<b>59</b>
<b>4.3.2 A queda do mercado de <i>subprime</i> e a crise financeira mundial de 2008 .....</b>	<b>64</b>
<b>4.4 MARCO INSTITUCIONAL E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS SELECIONADAS .....</b>	<b>68</b>
<b>4.4.1 Marco Institucional .....</b>	<b>68</b>
<b>4.4.2 Mercado de ações.....</b>	<b>69</b>
<b>4.4.3 Comércio Internacional .....</b>	<b>70</b>
<b>4.4.4 Produção Industrial.....</b>	<b>72</b>
<b>4.4.5 Emprego .....</b>	<b>72</b>
<b>4.4.6 Políticas Fiscal e Monetária .....</b>	<b>73</b>
<b>5 UMA ANÁLISE COMPARATIVA DAS DUAS GRANDES CRISES FINANCEIRAS MUNDIAIS .....</b>	<b>76</b>
<b>5.1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>76</b>
<b>5.2 MARCO INSTITUCIONAL E AMBIENTE MACROECONÔMICO INTERNACIONAL .....</b>	<b>77</b>
<b>5.3 VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS SELECIONADAS .....</b>	<b>78</b>
<b>5.3.1 Mercado de Ações.....</b>	<b>79</b>
<b>5.3.2 Comércio internacional.....</b>	<b>80</b>
<b>5.3.3 Produção Industrial.....</b>	<b>81</b>
<b>5.3.4 Emprego .....</b>	<b>82</b>
<b>5.4 POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL .....</b>	<b>83</b>
<b>6 CONCLUSÃO.....</b>	<b>85</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>90</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A história do capitalismo é repleta de episódios de crises financeiras<sup>1</sup>. Nas últimas décadas estas se manifestaram, principalmente, na forma de crises bancárias, cambiais e de balanço de pagamentos (“conta capital e financeira”), bem como de um *mix* entre elas. Para a teoria pós-keynesiana, as origens das referidas crises estão associadas, sobretudo, à lógica de funcionamento dos mercados financeiros, em particular, sob um contexto de finanças desreguladas.

Dependendo do ambiente institucional específico do sistema financeiro e da interação entre as variáveis macroeconômicas reais e financeiras, crises financeiras podem ocasionar fortes implicações para o lado real da economia, resultando em períodos de recessão e depressão da atividade econômica e, por conseguinte, no aumento das taxas de desemprego. Essas características foram, por sua vez, as da crise financeira mundial de 2008, e não eram percebidas em tamanha magnitude e intensidade desde a crise mundial de 1929.

Entretanto, a despeito das aparentes semelhanças entre ambas as crises, os dados sugerem, pelo menos até o presente o momento em que a atual crise financeira mundial está longe de ser solucionada, que seja pouco provável que verifiquemos um período tão severo quanto ao da Grande Depressão. De fato, essa perspectiva está associada, principalmente, à implementação de políticas monetárias e fiscais de cunho keynesiano com o objetivo de mitigar os efeitos da crise financeira sobre a confiança nos mercados financeiros e sobre o nível de demanda agregada e do emprego.

Nesse particular, se por um lado não se pode afirmar que tais políticas poderiam ter evitado uma crise de tal proporção, por outro a atual crise teve origem em um contexto de políticas baseadas na ideologia neoliberal em que os mercados financeiros foram desregulamentados e liberalizados, tendo como referência a concepção da “teoria econômica convencional” de funcionamento dos mercados financeiros. Isto é, na crença da “eficiência” dos mercados financeiros auto regulados (UNCTAD, 2009).

---

<sup>1</sup> Kindleberger (1978), por exemplo, identifica em estudo histórico mais de 300 crises financeiras no período entre 1720 e 1987.

Na visão “convencional” os mercados financeiros são considerados “eficientes”, ao passo que a ocorrência de crises financeiras é pouco provável e somente ocorrem através de interferências “exógenas” no nível de eficiência destes mercados. Nesse sentido, com base nos pressupostos de que os agentes tomam suas decisões sob a hipótese de expectativas racionais em um contexto de mercados “eficientes”, a visão “convencional” considerou que, no plano macroeconômico institucional, os ganhos da liberalização financeira poderiam ser os mesmos que os da liberalização comercial. A livre movimentação de capitais geraria uma alocação internacional de capitais mais eficientes, beneficiando principalmente os países em desenvolvimento, e induziria um aumento de poupança disponível para investimento nestes países, contribuindo, desta forma, para elevar as taxas de crescimento econômico.

Contudo, a instabilidade financeira internacional do período recente e, principalmente, a crise financeira mundial de 2008, reafirmaram o caráter inerentemente instável da economia capitalista, em particular dos mercados financeiros, desqualificando tal proposição. Logo, considera-se que a busca pela compreensão dos determinantes da dinâmica capitalista deve passar impreterivelmente pela adoção de um arcabouço teórico que seja capaz de contemplar tais vicissitudes.

Para a teoria pós-keynesiana o comportamento e a tomada de decisões dos agentes sobre um ambiente de incerteza e o papel da moeda numa economia monetária da produção são fundamentais para a compreensão do sistema capitalista. Nesse sentido, diante de períodos de otimismo econômico (crescimento) os agentes tendem a assumir posições mais arriscadas, induzindo a um *boom* especulativo, que, por sua vez, pode levar a economia de um estágio de euforia a situações de pânico e *crashes*. Essa mudança de expectativas, por sua vez, pode acabar comprometendo o funcionamento do lado real da economia, com implicações sobre o nível de produto e de emprego.

A magnitude da crise de 2008 recoloca em evidência o debate acerca das origens e determinantes de crises financeiras e, conseqüentemente, do uso de instrumentos de política econômica tanto no sentido de prevenção, quanto para mitigar seus efeitos sobre o lado real da economia. Entende-se, desta forma, que o estudo de crises financeiras, assim como a caracterização de elementos em comum entre elas, torna-se fundamental para compreensão da dinâmica econômica contemporânea.

Portanto, o presente trabalho tem como objeto de estudo crises financeiras mundiais, em particular a análise dos elementos em comum em suas origens e determinantes. Assim, busca-se desenvolver um estudo comparativo das crises financeiras mundiais de 1929 e de 2008. O problema dessa pesquisa encontra-se em verificar quais são as semelhanças e



diferenças entre ambas as crises financeiras. Para tanto, utilizar-se-á a seguinte metodologia: uma análise comparativa baseada em análises interpretativa da literatura econômica e estatístico-descritiva de variáveis macroeconômicas selecionadas.

O objetivo geral é realizar uma análise comparativa dos principais desdobramentos de ambas as crises financeiras, a partir do referencial teórico pós-keynesiano, considerando-se os seguintes objetivos específicos: (i) Apresentar o marco teórico pós-keynesiano, especialmente no que diz respeito à ocorrência de crises financeiras, bem como a crítica pós-keynesiana aos principais pressupostos da teoria “convencional”; (ii) Descrever as principais características da crise financeira de 1929 e de 2008. Mais especificamente, seus antecedentes históricos e ambientes institucionais e macroeconômicos internacionais, suas origens e repercussões na economia mundial, por meio da análise das seguintes variáveis macroeconômicas: mercado de ações, fluxo de comércio, produção industrial, taxa de desemprego e políticas monetária e fiscal; e (iii) Efetuar uma análise comparativa do marco institucional e das variáveis macroeconômicas selecionadas.

Para tanto, esta dissertação está estruturada em quatro capítulos, além da introdução e da conclusão. O segundo capítulo tem três objetivos. Com base em uma breve revisão da literatura econômica procura-se apresentar, por um lado, uma análise crítica dos principais pressupostos da teoria “convencional” sobre o funcionamento dos mercados financeiros e a ocorrência de crises financeiras; por outro, apresenta-se o referencial teórico pós-keynesiano. Por fim, são definidos os principais aspectos do marco institucional e as variáveis macroeconômicas que serão analisadas ao longo do trabalho.

O objetivo do terceiro capítulo é apresentar as principais características da crise financeira de 1929. Inicialmente descrevem-se os antecedentes históricos e o ambiente institucional que contextualizam o período entre as Guerras. Em seguida, destacam-se as características específicas do *boom* especulativo na bolsa de Nova Iorque e do período da Grande Depressão. Por fim, é feita uma análise estatístico-descritiva do marco institucional e das variáveis macroeconômicas selecionadas. Todavia, é importante destacar que a elaboração do referido capítulo ficou condicionada, em grande parte, à disponibilidade de dados referentes à crise de 1929 e ao período da Grande Depressão.

O quarto capítulo tem como objetivo apresentar as principais características da crise financeira mundial de 2008. Inicialmente descrevem-se os antecedentes históricos e o ambiente institucional que contextualizam o processo de globalização financeira. Na sequência são apresentadas as características específicas do *boom* especulativo no mercado norte-americano de hipotecas *subprime* e da crise mundial de 2008. Por fim, é feita uma

análise estatístico-descritiva do marco institucional e das variáveis macroeconômicas selecionadas.

O último capítulo tem como objetivo desenvolver uma análise comparativa de ambas as crises financeiras. Com base no referencial teórico pós-keynesiano apresentado no primeiro capítulo, comparam-se as principais características dos ambientes institucional e macroeconômico internacional e a evolução das variáveis macroeconômicas selecionadas. Todavia, cabe destacar o entendimento de que tal análise pode se encontrar limitada, sobretudo devido às questões referentes às dificuldades associadas a uma comparação histórica, bem como às especificidades que cada crise financeira apresenta.

## 2 CRISES FINANCEIRAS: AS CONCEPÇÕES PÓS-KEYNESIANA E NEOCLÁSSICA

### 2.1 INTRODUÇÃO

As concepções pós-keynesiana e neoclássica sobre crises financeiras são distintas. O aspecto central da diferença entre as referidas abordagens encontra-se nos seus pressupostos teóricos acerca do ambiente e da forma pelo qual os agentes tomam suas decisões nos mercados financeiros. Em síntese, para a teoria neoclássica os mercados financeiros são considerados “eficientes” e crises financeiras “anomalias”, ao passo que para a teoria pós-keynesiana os mercados financeiros são inerentemente instáveis e a ocorrência de crises financeiras é um fenômeno natural do sistema capitalista.

Na visão pós-keynesiana, a intensidade e dimensão das crises financeiras dependem, por sua vez, do ambiente institucional específico do sistema financeiro e da interação entre variáveis macroeconômicas reais e financeiras. O formato institucional dos mercados financeiros determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação possa florescer. Nesse sentido, diante de um quadro em que inexistam regras monetário-financeiras e cambiais, bem como de uma estrutura de salvaguarda que exerça um papel de prestador de última instância global, um colapso financeiro pode resultar em crises de demanda efetiva. Assim, quando a incerteza é muito grande, os planos dos agentes econômicos quanto às decisões de investimento e consumo são postergadas, afetando, por conseguinte, os níveis de produto e de emprego da economia.

Para a visão neoclássica os mercados financeiros são em geral eficientes. Isto é, os agentes econômicos avaliam suas decisões futuras com base nos dados de mercado (passados e presentes), no qual se pressupõe que os preços sinalizam toda a informação necessária para a formação de expectativas racionais. Assim sendo, crises financeiras somente ocorrem quando há algum tipo de interferência nos “fundamentos de mercado”, associada, principalmente, a uma deterioração dos fundamentos econômicos. Neste caso, crises financeiras são explicadas a partir da hipótese de comportamentos irracionais, envolvendo efeitos de manada nos mercados. Ou seja, crises “irracionais” surgem devido a interferências no nível de “eficiência” dos mercados financeiros.

A ideia do presente capítulo é elaborar uma apreciação crítica dos aspectos teóricos sobre crises financeiras, por meio de uma breve revisão da literatura econômica. O capítulo tem três objetivos. O primeiro encontra-se em demonstrar que existe uma incompatibilidade entre a lógica de funcionamento dos mercados financeiros e a maneira pela qual a teoria econômica neoclássica, denominada “convencional”, os analisa. O segundo trata de apresentar o referencial teórico utilizado na presente dissertação, qual seja, a visão pós-keynesiana sobre crises financeiras. O terceiro e último objetivo diz respeito à delimitação dos objetos de análise da presente pesquisa.

Para tanto, o capítulo está estruturado em três seções, além dessa breve introdução. Na primeira seção, desenvolve-se, com base na teoria pós-keynesiana, uma breve crítica dos pressupostos básicos da teoria econômica “convencional”. Na sequência, apresenta-se o referencial teórico pós-keynesiano sobre crises financeiras. E, por fim, é apresentado um resumo indicativo dos principais aspectos do marco institucional e as variáveis macroeconômicas selecionadas para a pesquisa.

## 2.2 A ABORDAGEM “CONVENCIONAL”: UMA BREVE CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA

A teoria econômica “convencional” pressupõe que os agentes formam suas expectativas em um contexto de mercados “eficientes” sob a hipótese de expectativas racionais, em que crises financeiras são pouco prováveis e somente ocorrem através de interferências “exógenas” no nível de eficiência destes mercados. Isto é, na visão “convencional”, crises financeiras só ocorrerão em circunstâncias muito particulares, de modo que do ponto de vista teórico, estas são tidas como improváveis.

Com base na teoria dos “fundos emprestáveis” a teoria econômica “convencional” pressupõe que o principal papel do mercado financeiro está na alocação de propriedades no mercado de ações. O financiamento do investimento está diretamente associado a poupanças individuais e, portanto, não há distinção entre a ação de poupar e investir. Desta forma, os bancos têm o simples papel de ser um “intermediador” entre agentes superavitários e deficitários. Isto implica que, por um lado, o mercado financeiro tem por finalidade a alocação eficiente de recursos poupados entre as diversas oportunidades de investimento produtivo e que, por outro, o volume desses recursos é determinado de forma exógena ao sistema (STUDART, 1993).

Tal processo é realizado em um contexto de mercados “eficientes”, em que se pressupõe que os preços refletem a informação disponível para os agentes econômicos, sinalizando o valor adequado dos ativos financeiros, qual seja, aquele relacionado a seus “fundamentos” (FAMA, 1980 *apud* FERRARI-FILHO *et al*, 2000). Assim sendo, a hipótese dos mercados “eficientes” sugere que os mercados serão “auto regulados” desde que existam as condições necessárias para isto.

De acordo com Studart (1993, p. 106), tomando como base a lógica do circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*, essa abordagem, e, sobretudo, a literatura sobre liberalização financeira, pode ser criticada em três aspectos fundamentais:

- O papel do sistema bancário no processo de financiamento da acumulação: em economias com sistema bancário desenvolvido o financiamento do investimento independe de poupança prévia, uma vez que o financiamento do investimento é o que possibilita a criação posterior da renda através do efeito multiplicador;
- A determinação e o papel da taxa de juros: esta não representa a variável de ajuste na relação entre investimento e poupança, mas, sim, o resultado das forças que afetam a demanda e oferta de moeda – respectivamente, a preferência pela liquidez dos possuidores de riqueza na forma financeira e as decisões dos bancos. Ademais, dadas as perspectivas empresariais, o nível de investimento é inversamente relacionado ao nível das taxas de juros;
- O papel do mercado de capitais na alocação de poupanças individuais: a alocação das poupanças individuais determinará a disponibilidade de fundos para a consolidação financeira (*funding*) dos passivos das empresas endividadas e do sistema bancário. O *funding* pode ser um fator importante na redução da fragilidade financeira, que tende a aumentar no crescimento em economias cujo financiamento do investimento ocorre com base no crédito bancário.

Contudo, a crença nos mercados “eficientes” decorre do pressuposto “convencional” a respeito da forma com que os agentes tomam suas decisões no mercado financeiro. Neste caso, a teoria “convencional” pressupõe que as expectativas dos agentes são formadas com base na hipótese de expectativas racionais, em que a expectativa subjetiva corresponde à esperança matemática objetiva da variável em consideração, tendo-se como base as informações disponíveis no mercado (MCCALLUN, 1998 *apud* OREIRO, 2000).

De acordo com Oreiro (2000) essa concepção fundamenta-se em modelos analíticos que, tomando as condições “informativas” de um determinado ambiente a ser estudado, podem considerar mercados com diferentes níveis de eficiência. Em síntese, mercados em que os preços refletem toda informação contida na sequência histórica de preços (variação aleatória) são considerados de eficiência fraca. Quando, além das informações sobre a sequência histórica, os preços refletem todas as informações de domínio público relevantes para a determinação do valor dos ativos financeiros, supõe-se que os mercados possuem um nível de eficiência semi-fraca. E, finalmente, quando há situações nas quais os preços refletem toda e qualquer informação relevante, mesmo as de domínio estritamente privado, alcança-se um mercado com nível de eficiência forte.

Em um contexto de mercados financeiros “eficientes”, os agentes, então, irão fazer o melhor uso das informações em suas previsões dos preços futuros. As informações vão surgir como um guia para a formação das expectativas, sendo incorporadas na base histórica de dados e nos sinais de preços de mercado. Nesse sentido, o preço de mercado agrega instantaneamente todas as informações disponíveis existentes, assim como as expectativas dos operadores desse mercado. Ou seja, agentes bem informados não incorrem em erros, ao menos em casos adversos.

Todavia, conforme nos mostra a teoria keynesiana, os agentes tomam suas decisões sob um ambiente de incerteza em que os compromissos são irreversíveis. Nesse contexto, por sua vez, há o impedimento da construção de uma distribuição de probabilidades única, aditiva e totalmente confiável (OREIRO, 2000). Portanto, de acordo com a teoria pós-keynesiana, a análise do funcionamento dos mercados financeiros deve se basear na maneira pelo qual os agentes formam suas expectativas e tomam suas decisões sob incerteza.

Sob um contexto de incerteza, torna-se impossível identificar o preço “fundamental” de um ativo financeiro, uma vez que esses estão sujeitos às mudanças súbitas na percepção dos agentes. Em um mundo incerto, as avaliações estão sujeitas a mudanças repentinas e violentas (DAVIDSON *apud* FERRARI-FILHO *et al* 2000), nas quais as decisões cruciais, aquelas não passíveis de reavaliação, alteram as condições iniciais em que elas são tomadas.

Em suma, o valor intrínseco de um ativo não é passível de cálculo em um ambiente caracterizado por incerteza, uma vez que os fundamentos não fornecem um guia confiável para o futuro. Isto decorre do fato de as bases “informativas” sobre as decisões de acumulação de riqueza serem incompletas e estarem sujeitas a desapontamentos. Portanto, o valor intrínseco de um ativo, qual seja, aquele relacionado a valores derivados do desconto

apropriado do fluxo de retornos esperados dos ativos, não existe, uma vez que as taxas de desconto dependem da percepção do risco que são voláteis.

O conhecimento sobre o retorno de um ativo torna-se, deste modo, cada vez mais precário de acordo com período a ser considerado. Neste caso, os agentes formulam hipóteses divergentes, uma vez que avaliam os dados de forma heterogênea. E, desta forma, flutuações nos preços dos ativos podem ocorrer, visto que as expectativas são inseguras.

Tais expectativas estarão, então, associadas ao “estado de confiança” dos agentes, crença e compromisso nos cálculos realizados. Em suma, a preocupação dos agentes não é com o valor que o investimento tem para determinado comprador, mas, sim, de como o mercado irá avaliá-lo sob influência de psicologia de massa, o que destaca a interdependência entre as decisões dos indivíduos. Portanto, a especulação está associada à atividade de antecipar a psicologia do mercado, onde o sucesso de uma aplicação financeira vai depender não da previsão dos “fundamentos” do ativo, mas, sim, dos movimentos dos outros agentes no mercado financeiro (KEYNES *apud* FERRARI-FILHO *et al*, 2000).

Entretanto, uma vez observadas a hipótese de racionalidade dos agentes econômicos e a aceitação generalizada da hipótese de mercados “eficientes” pela visão “convencional”, a ocorrência de “bolhas” nos preços dos ativos assume um papel secundário do ponto de vista teórico. Ou seja, “bolhas” só poderão ocorrer em circunstâncias muito particulares, como casos dinamicamente ineficientes.

Na visão “convencional”, “bolhas” surgem da inconsistência entre os preços dos ativos e seus valores fundamentais. Isto é, a parte que não pode ser explicada pelos fundamentos do mercado, qual seja, a diferença entre o preço fundamental de um ativo e seu valor de mercado. Para tanto, conforme demonstra Oreiro (2000, p. 470), “a abordagem convencional para ‘bolhas’ nos preços dos ativos pressupõe que seja possível distinguir a parcela dos preços desses ativos associada aos fundamentos (expectativas dos agentes a respeito dos dividendos futuros) e a parcela que não depende desses fatores”<sup>2</sup>.

Assim sendo, considerando-se que os fundamentos de mercado determinam as condições de se calcular a probabilidade de renda futura, a explicação “convencional” para ocorrência de crises financeiras baseia-se na possibilidade de interferências no nível de eficiências dos mercados, que resultam, por sua vez, em comportamentos “irracionais”

---

<sup>2</sup> Nesse particular, conforme destaca Oreiro (2000, p. 452), o fenômeno essencial a ser explicado não é a diferença entre o valor de mercado dos ativos financeiros e o seu “valor fundamental”, mas, sim, a razão pela qual o preço dos ativos financeiros pode aumentar de forma persistente ao longo de um certo período, após o qual ocorre uma súbita reversão de expectativas, produzindo-se uma queda acentuada no preço de mercado dos referidos ativos.

envolvendo efeitos de manada. Nesse sentido, a ocorrência de crises “irracionais” pode estar associada, sobretudo, a eventos casuais ou exógenos, bem como a problemas de assimetria de informação ou de risco moral (MISHKIN, 1992).

Uma interpretação com base nesses argumentos para a crise financeira mundial de 2008 encontra-se, por exemplo, em Gordon (2008). No referido trabalho o autor descreve as origens da crise de 2008 a partir de problemas associados à assimetria de informação e a distribuição dos riscos para os mercados de derivativos e de securitização.

Por fim, tendo como base os pressupostos apresentados acima, a visão “convencional” considera que um ambiente institucional adequado para o sistema financeiro internacional é aquele constituído por regimes cambiais flexíveis, com maior mobilidade de capitais e maior liberalização financeira dos mercados, uma vez que tais medidas equilibram automaticamente os balanços de pagamentos, alocam eficientemente poupanças e melhoram a performance econômica.

Pois bem, negligenciando as críticas apresentadas acima, a teoria econômica “convencional” considerou que, no plano macroeconômico institucional, os ganhos da liberalização financeira poderiam ser os mesmos que os da liberalização comercial. A livre movimentação de capitais geraria uma alocação internacional de capitais mais eficientes, beneficiando principalmente os países em desenvolvimento, e induziria um aumento de poupança disponível para investimento nestes países, contribuindo, desta forma, para elevar as taxas de crescimento econômico.

Nesse caso, os potenciais ganhos teóricos da globalização financeira estariam associados, sobretudo, a: i) pulverização dos riscos de mercado entre agentes de diferentes países; ii) financiamento de investimentos para as economias em desenvolvimento, possibilitando um maior crescimento econômico; iii) possibilidade de captação de recursos externos em situações adversas, como reação temporária diante recessões ou catástrofe natural; e iv) disciplina de *policymakers* na condução das políticas macroeconômicas (OBSTFELD; TAYLOR, 2004).

Todavia, a instabilidade financeira internacional do período recente e, principalmente, a atual crise financeira mundial têm confirmado, cada vez mais, o caráter inerentemente instável da economia capitalista, em particular dos mercados financeiros.

### 2.3 TEORIA PÓS-KEYNESIANA



Diferentemente da visão “convencional”, a teoria pós-keynesiana considera que “bolhas” nos preços dos ativos decorrem de um processo endógeno de aumento do “estado de confiança” dos agentes, o que, por sua vez, torna a economia suscetível a crises financeiras. Esse fato decorre da própria lógica de funcionamento dos mercados financeiros, onde os agentes formam expectativas e tomam decisões em um contexto de incerteza. É o que passamos a discutir.

### 2.3.1 Mercados financeiros, incerteza e atividade especulativa

Em sua “teoria de escolha de ativos”, Keynes (1976) demonstra, conectando os lados real e monetário da economia, o funcionamento de uma economia monetária da produção, onde mudanças nas expectativas dos preços dos ativos afetam as decisões de gastos dos indivíduos e, portanto, os níveis de produção e de emprego, ressaltando o papel da moeda na percepção dos agentes econômicos<sup>3</sup>. O objetivo central de Keynes (1976) é demonstrar que uma parte substancial da poupança é entesourada para fins de especulação face à incerteza acerca do valor futuro dos preços dos ativos. Considerando-se que as expectativas dos agentes condicionam os encaixes de moeda, o volume de recursos destinados à circulação financeira vai depender, então, do comportamento especulativo dos agentes econômicos nos próprios mercados financeiros: os agentes podem assumir posições pessimistas (agentes *à la bear*), ou posições otimistas (agentes *à la bull*).

Ademais, conforme Keynes demonstrou em sua *Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda* (TG), o investimento é uma função das expectativas dos agentes e do financiamento ligado à disponibilidade de crédito pelo sistema financeiro, associado à relação entre o preço de um ativo no presente e sua renda futura esperada (Keynes, 1982, Capítulo 11). A demanda por moeda (preferência pela liquidez), por sua vez, se manifesta pelos motivos de transação, precaução e/ou especulação: os indivíduos demandam moeda em decorrência de suas rendas, da taxa de juros e dos preços dos títulos e ativos financeiros

---

<sup>3</sup>De acordo com Keynes (1976), a moeda pode ser conceituada como *State Money*, moeda em circulação associada aos motivos transacional e precaucional de demanda por moeda, e *Bank Money*, moeda escritural ou bancária relacionada à categoria de moeda que satisfaz os motivos especulativos.

(Keynes, 1982, Capítulo 15). Ademais, através da teoria de “precificação” dos ativos<sup>4</sup>, Keynes (1982, Capítulo 17) demonstrou que as decisões de gastos, consumo e investimento, são afetadas pela preferência pela liquidez.

Logo, a partir dessa perspectiva, a ação especulativa assume um papel ambíguo no sistema econômico. Por um lado, provê liquidez, papel essencial dos mercados financeiros, pois sua organização estimula a atividade produtiva no sentido de tornar os ativos mais líquidos. Por outro, as atividades especulativas podem conduzir as cotações de mercado que gerem instabilidade, removendo o atributo de liquidez dos mercados e causando efeitos devastadores sobre a economia. Ou seja, quando atividades especulativas dominam o mercado, as práticas de curto prazo determinam a evolução do preço dos ativos (STUDART, 1993).

Assim sendo, quando a incerteza é muito grande o *portfólio* por ativos líquidos cresce, e, portanto, crises de demanda efetiva podem ocorrer, porque, devido ao desconhecimento dos agentes econômicos quanto aos seus planos de investimento e consumo, a demanda por moeda, tanto por ser um elo com as relações reais através de contratos como por ser uma garantia de defesa contra a incerteza futura, se eleva. Portanto, crises de demanda efetiva e desemprego decorrem do fato de a moeda exercer um papel essencial na economia, qual seja: legitimar/assegurar as relações contratuais, constituindo-se em um elo entre o presente e o futuro (FERRARI-FILHO, 2006).

Nesse sentido, o sistema financeiro possui um papel fundamental no processo de acumulação capitalista, muito mais complexo do que o de ser meramente um simples “intermediador” entre poupadores e investidores. Por um lado, o sistema bancário é essencial na determinação do volume de recursos destinados ao investimento. Por outro, ele exerce papel decisivo na consolidação financeira do passivo de curto prazo das empresas e dos bancos (STUDART, 1993).

Essa concepção contempla um “modelo de sistema financeiro” que incorpora a moderna estrutura bancária e os mercados organizados de ativos financeiros. Em um sistema bancário moderno, os bancos conseguem administrar estruturas patrimoniais com horizontes de maturação diferentes e ao mesmo tempo manter equilibrados seus fluxos de caixa, devido à possibilidade de criação de moeda bancária, o qual garante certa estabilidade diante da rotatividade de depósitos e de diferentes horizontes de pagamento. Neste caso, suas margens

---

<sup>4</sup> O preço de um ativo é composto pelos seguintes elementos: valor de mercado do ativo =  $a$ ; rendimento esperado do ativo =  $b$ ; custo de conservação do ativo =  $c$ ; e prêmio de liquidez do ativo =  $l$ . Logo, o preço de um ativo é  $a + b + c + l$  (Keynes, 1982).

de segurança, na forma de reservas em espécie, são possibilitadas por diversas instituições, tais como, por exemplo, o banco central e a existência de mercados organizados de ativos financeiros, que possibilitam ao sistema bancário manter parte de suas reservas em ativos líquidos.

Portanto, o financiamento do investimento independe de poupança prévia, onde a capacidade do sistema bancário em criar crédito possibilita aos empresários flexibilidade na alavancagem financeira. Ademais, dentre os determinantes da demanda por moeda, a de maior volatilidade potencial é a demanda especulativa que “espelha as expectativas inerentemente instáveis dos agentes nos mercados organizados de ativos” (STUDART, 1993, p.108).

### **2.3.2 Crises financeiras na visão pós-keynesiana**

De acordo com a teoria pós-keynesiana, a ocorrência de “bolhas” nos preços dos ativos financeiros é um fenômeno natural em uma economia capitalista, uma vez que as mesmas resultam da maneira pelo qual os agentes formam expectativas e tomam decisões em um contexto de incerteza, conforme apresentado acima. Tal fenômeno decorre de um processo endógeno de aumento do “estado de confiança” dos agentes acompanhado por aumento do grau da fragilidade financeira, tornando, assim, a economia suscetível a crises financeiras<sup>5</sup>.

Pode-se definir “bolhas” nos preços dos ativos como situações em que o preço de mercado de um determinado ativo financeiro aumenta de forma contínua em relação ao preço de oferta de bens de capital. Ou seja, é o acréscimo que não é explicado por um aumento nos custos de produção dos bens de capital.

A explicação de sua ocorrência está nas flutuações cíclicas do nível de renda e emprego que ocorrem em fases de expansão/prosperidade dos ciclos econômicos. Estas, por sua vez, resultam, principalmente, da interação entre dois fatores. Por um lado, da redução na preferência pela liquidez e, por outro, do aumento cumulativo do “estado de confiança” dos bancos e firmas.

Nessas circunstâncias verifica-se um aumento do crédito por parte dos bancos e um aumento do preço de demanda dos bens de capital, o que leva a um aumento do investimento.

---

<sup>5</sup> Oreiro (2000) desenvolve um modelo formal de bolhas e fragilidade financeira.

Essa situação induz, através do efeito multiplicador, um aumento da renda e dos lucros e, por sua vez, da propensão a consumir, resultando na redução da propensão a poupar. Isto é, a preferência pela liquidez das famílias diminui, fazendo com que as mesmas aumentem o volume de aplicações nos mercados financeiros. Esse aumento da procura por ativos financeiros vai fazer com que seus preços se elevem, ocasionando um processo cumulativo, o qual, todavia, é limitado. Durante o período de *boom* o aumento do endividamento eleva o grau de fragilidade financeira da economia, deteriorando as posições financeiras. A reversão do fenômeno de “bolha” vai ser normalmente, seguida por crises financeiras, acompanhadas (ou não) por uma recessão econômica.

Os preços dos ativos terão, então, um papel crucial na determinação do nível de investimento, uma vez que este, posteriormente, vai depender de um duplo processo de escolhas. Por um lado, como demonstrado por Keynes (1982), os capitalistas fazem escolhas sobre os tipos de ativos financeiros e produtivos, a partir das expectativas de retorno monetário, liquidez, maturidade e riscos. Por outro, existem escolhas entre a aquisição de ativos antigos e novos. Em suma, a determinação do nível de investimento vai depender, então, da decisão de investimento e da capacidade de financiamento desse investimento, através de fundos próprios ou externos (WRAY; TIMOIGNE, 2008).

Nesse sentido pode-se considerar que a principal contribuição de Minsky está justamente no desenvolvimento de uma “teoria do financiamento do investimento”, adicionando-a à teoria do ciclo de investimento de Keynes (WRAY; TIMOIGNE, 2008).

A partir da hipótese da fragilidade financeira, Minsky (1986) demonstra que a economia capitalista possui, endogenamente, uma estrutura financeira sujeita a crises. A decisão de investimento é uma função dos mecanismos de financiamento, onde o investimento está associado às expectativas de renda futura e o financiamento às expectativas de retorno-risco dos agentes que adquirem ativos financeiros.

De acordo com Minsky (1986), o investimento é um processo no tempo<sup>6</sup> e envolve um conjunto complexo de pagamentos que necessita ser financiado. Nas palavras do autor:

---

<sup>6</sup> Como já foi mencionado, a moeda exerce um papel fundamental em uma economia baseada em expectativas futuras sob um ambiente de incerteza.

Investment, its financing, and its validation (first by take-out financing and then by earned quasi-rents) are keys to the performance of our economy. Investment affects the financial structure of the economy in two ways; projects need to be financed and investment activity generates corporate profits – the quasi-rents upon which the viability of private financial commitments depend (MINSKY, 1986, p. 215).

Deste modo, pode-se afirmar que o comportamento da economia está associado a sua estrutura de financiamento – considerada como a relação entre os fluxos futuros de lucros esperados e os fluxos de compromissos financeiros contratados –, uma vez que esta determina o movimento do investimento e, portanto, do emprego, da produção e dos lucros (MINSKY, 1982).

Minsky (1986) define três posições de financiamento: (i) *Hedge*, onde o fluxo de receita esperada do investimento é sempre superior ao fluxo de pagamentos do empréstimo, constituindo-se numa postura conservadora; (ii) *Especulativa*, no qual o fluxo de receita esperada do investimento, na média, se iguala ao fluxo de pagamentos do empréstimo. No entanto, em certos períodos as receitas cobrem somente o pagamento dos juros da dívida, sendo necessário refinarciar o pagamento da amortização, o que caracteriza uma postura de risco; e (iii) *Ponzi*, onde o fluxo de receita esperada do investimento é inferior ao fluxo de pagamento da dívida para todo período, caracterizando-se numa postura “suicida”.

A combinação entre essas posições é o principal determinante do grau de estabilidade em uma economia. Todavia, essas posições financeiras são passíveis de alteração, uma vez que as unidades podem tanto melhorar como piorar suas posições de financiamento. A economia, então, irá alternar-se entre períodos de estabilidade e instabilidade, sendo que períodos de longa estabilidade conduzirão ao aumento de financiamentos de curto prazo de posições de longo prazo, fazendo com que as unidades tenham posições mais arriscadas.

A transição entre posições de financiamento pode ocorrer de choques decorrentes tanto de fatores exógenos como endógenos<sup>7</sup>. Desta forma, fatores exógenos podem ocorrer a partir de uma elevação abrupta da taxa de juros de curto prazo e ou de variações na taxa de câmbio. Uma valorização cambial leva as empresas a se endividarem no mercado internacional. Por outro, desvalorizações cambiais elevam a relação dívida/PIB da economia. Fatores endógenos estão associados, por sua vez, à diminuição das margens de segurança, ampliação do crédito e redução dos juros por parte dos bancos, devido ao aumento do “estado de confiança” dos agentes em períodos de aquecimento da economia.

---

<sup>7</sup> Diante de choques (exógenos ou endógenos) uma unidade *Hedge* pode se tornar *Especulativa*, e uma unidade *Especulativa* se tornar *Ponzi*. Da mesma forma, se, por exemplo, os juros caem ou os lucros aumentam, unidades *Ponzi* podem tornar-se posições *Especulativas* e unidades *Especulativas* posições *Hedge*.

Nesse caso, ao longo de períodos de expansão da atividade econômica, tanto as firmas como as instituições financeiras tomam posições mais arriscadas<sup>8</sup>. O volume de financiamento de dívidas aumenta, elevando a proporção das obrigações financeiras com relação às receitas. Em decorrência desse processo, a taxa de juros tende a se elevar, causando impacto nas estruturas de financiamento de unidades *Especulativas* e *Ponzi*. Essa elevação da taxa de juros atua negativamente sobre investimento, resultando em uma queda dos lucros e agravando ainda mais as dificuldades das unidades para pagar as dívidas contraídas no período anterior.

Portanto, a instabilidade surge como um resultado normal da moderna estrutura capitalista de financiamento. Desta forma, Minsky (1986) destaca que a estabilidade não pode ser mantida, mesmo com uso de políticas apropriadas, uma vez que a instabilidade decorre justamente da ocorrência de mudanças de comportamento em períodos de estabilidade. Ou seja, políticas que geram um período de estabilidade transitória levam a um processo de instabilidade. E, neste caso, as políticas mais adequadas para mitigar as etapas do ciclo minskiano seriam àquelas que estão sempre se adaptando às mudanças da dinâmica econômico-financeira.

Nesse sentido, Minsky sugere que, tanto o “*Big Government*” (política anti-cíclica do governo) como o “*Big Central Bank*” (banco central como prestador de última instância) são fundamentais para mitigar a longevidade e a intensidade das instabilidades e crises.

#### 2.4 MARCO INSTITUCIONAL E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS SELECIONADAS

Com base no referencial teórico pós-keynesiano apresentado acima, considera-se que o estudo de crises financeiras deve contemplar tanto o formato institucional específico dos mercados financeiros quanto à conjuntura macroeconômica, em termos de variáveis reais e financeiras. Assim sendo, esta seção procura apresentar um resumo indicativo dos principais aspectos do marco institucional e das variáveis macroeconômicas que foram selecionadas para a pesquisa do presente trabalho.

---

<sup>8</sup>Para Minsky (1986), as inovações financeiras têm contribuído para as fases expansionistas da economia capitalista moderna, onde os bancos possuem um papel importante na determinação do caráter endógeno da instabilidade financeira.

### 2.4.1 Marco institucional

Uma vez que os mercados financeiros não são eficientes torna-se imprescindível o uso de instrumentos institucionais adequados para reduzir a incerteza e canalizar os recursos de forma adequada na economia. Pois, conforme mencionado anteriormente, o formato institucional específico dos mercados financeiros determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação possa florescer. Ou seja, crises financeiras não são apenas resultados de comportamentos “irracionais”, mas, sim, da própria forma de operação dos mercados financeiros liberalizados e desregulados. Assim, na ausência de regras que estabilizem o referido mercado, as atividades especulativas e a valorização financeira da riqueza afloram naturalmente (AKB, 2008). Nesse particular, Kindleberger (1978) ressalta que a propensão à especulação vai depender, em síntese, da cultura, das instituições e da conjuntura específica de cada período.

No que diz respeito ao ambiente macroeconômico institucional, as alternativas propostas por Keynes (1980) para o Sistema Monetário e Financeiro Internacional são bem conhecidas. Dentre elas a de maior destaque encontra-se no plano de institucionalização da coordenação monetária internacional, através de sua *Proposals for an International Clearing Union*. Nela, Keynes recomenda:

... a criação de um banco central mundial responsável pela compensação de pagamentos internacionais e emissor de uma moeda internacional (bancor) para (i) estabilizar o nível de preços internacional (ii) regular a liquidez internacional, evitando tanto pressões inflacionárias como deflacionárias na economia mundial (iii) determinar o valor da taxa de câmbio entre as moedas nacionais e o bancor (iv) fazer com que os custos de ajustamento do balanço de pagamentos passem a incidir tanto sobre os países deficitários quanto superavitários; e (v) controlar os fluxos de capitais de curto prazo, essencialmente especulativos (KEYNES *apud* FERRARI-FILHO *et al*, 2006, p. 21 e 22).

Em suma, a proposta de Keynes para a reformulação da arquitetura financeira mundial após a Segunda Guerra Mundial fundamentava-se basicamente na percepção dos problemas associados à instabilidade dos preços (taxas de câmbio) para a formação das expectativas dos agentes econômicos, de problemas relativos aos desequilíbrios entre os balanços de pagamentos e à instabilidade dos fluxos de capitais de curto prazo<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Indo nessa mesma direção, os autores pós-keynesianos, dentre os quais Davidson (1982, 1994 e 2009), têm reafirmado a necessidade de reforma do atual sistema monetário internacional.

## 2.4.2 Variáveis macroeconômicas

Feitas as observações sobre os principais aspectos institucionais, a seguir são apresentadas as variáveis macroeconômicas selecionadas para compor as análises estatístico-descritivas das crises financeiras mundiais de 1929 e 2008. Tais variáveis foram selecionadas levando-se em consideração dois fatores.

Em primeiro lugar, considera-se que tais variáveis são representativas das repercussões de ambas as crises financeiras na economia mundial. Ou seja, acredita-se que as variáveis macroeconômicas apresentadas a seguir expressam (em boa medida) os impactos das referidas crises na dinâmica econômica mundial. O segundo fator, que está relacionado ao primeiro, é o fato de que essas (com exceção da variável taxa de desemprego) são também utilizadas em um trabalho seminal de comparação das duas crises, desenvolvido por Eichengreen e O'Rourke em 2009. Neste trabalho os referidos autores elaboram um estudo bastante semelhante ao que segue nessa dissertação. E, de fato, como será visto mais adiante, o referido trabalho é a principal fonte de dados utilizada no Capítulo 4, no qual é desenvolvida a análise comparativa das duas crises.

É importante destacar, contudo, que as variáveis produto interno bruto (PIB) e nível de preços são analisadas nas respectivas seções de caracterização das crises, e por esse motivo não foram incorporadas ao conjunto das variáveis macroeconômicas selecionadas. Tal fato decorre da compreensão de que essas variáveis são fundamentais para a contextualização do ambiente das crises, devido, sobretudo, ao fato delas representarem a tendência de reversão do *boom* com a crise financeira.

Feitas essas ressalvas, abaixo são apresentadas as variáveis macroeconômicas selecionadas para a pesquisa, juntamente com uma breve justificativa.

Variáveis macroeconômicas selecionadas:

- Mercado de ações mundial: o mercado de Ações reflete as expectativas de investimento dos agentes econômicos;
- Fluxo de comércio mundial: o fluxo de comércio expressa o impacto da crise sobre a demanda agregada, em especial, a magnitude deste em nível mundial;



- Produção industrial: o setor industrial apresenta-se como um dos mais importantes da atividade econômica, assumindo um papel fundamental na dinâmica econômica;
- Taxa de desemprego: conforme observado acima, esse indicador não é utilizado no trabalho de Einchengreen e O'Rourke (2009). Contudo, considera-se sua análise de extrema importância, uma vez que crises de demanda efetiva resultam na queda do nível de emprego da economia; e
- Políticas monetária e fiscal: representam a percepção das autoridades econômicas frente à magnitude das crises, tanto em termos de resposta dos governos aos seus efeitos, quanto dos alcances das políticas adotadas para mitigar seus impactos.

### 3 RELEMBRANDO A GRANDE DEPRESSÃO

... a Primeira Guerra Mundial foi seguida por um tipo de colapso verdadeiramente mundial, sentido pelo menos em todos os lugares em que homens e mulheres se envolviam ou faziam uso de transações impessoais de mercado. Na verdade, mesmo os orgulhosos EUA, longe de serem um porto seguro das convulsões de continentes menos afortunados, se tornaram o epicentro deste que foi o maior terremoto global medido na escala Richter dos historiadores econômicos – a Grande Depressão. Em suma: entre as guerras, a economia capitalista pareceu desmoronar. Ninguém sabia exatamente como se poderia recuperá-la. (HOBSBAWM, 1995, p. 91).

#### 3.1 INTRODUÇÃO

A despeito da citação acima parecer um tanto sensacionalista, ela descreve em poucas palavras o que representou o episódio da Grande Depressão para economia mundial. Altíssimas taxas de desemprego foram registradas em diversos países do mundo em uma conjuntura de acentuada queda da atividade econômica em nível mundial.

A crise financeira mundial de 1929-1933 teve como epicentro a quebra da bolsa de Nova Iorque em outubro de 1929 e se propagou pela economia internacional através da queda generalizada de confiança dos agentes sobre o sistema econômico. O resultado foi um período de intensa queda dos principais indicadores do nível de atividade econômica.

Este capítulo descreve brevemente a crise financeira de 1929 e suas repercussões. Com base no referencial teórico apresentado no capítulo inicial, procura-se avaliar os principais aspectos do ambiente institucional e da conjuntura macroeconômica no qual a referida crise se originou e evoluiu. Para tanto, o capítulo está estruturado da seguinte forma. Além dessa breve introdução, na primeira seção são apresentados os antecedentes históricos que contextualizam o ambiente no qual a crise ocorreu. Em seguida, descrevem-se os aspectos específicos da crise de 1929 e suas repercussões na economia mundial. Por fim, elabora-se uma análise estatístico-descritiva do marco institucional e das variáveis macroeconômicas selecionadas.

### 3.2 ANTECEDENTES HISTÓRICOS: A TENTATIVA DE RETORNO AO PADRÃO OURO E A INSTABILIDADE DO PERÍODO ENTRE GUERRAS

A década de 1920 foi marcada pela tentativa de retorno das principais economias ao sistema padrão-ouro<sup>10</sup> sob um contexto de elevada instabilidade. Segundo Polanyi (2000), as condições que se apresentaram após a Primeira Guerra Mundial impediram a reconstrução do equilíbrio internacional de poder que garantiu a estabilidade no século XIX<sup>11</sup>.

Com a falta de uma ordem internacional após a Guerra, os países centraram-se na crença de que a restauração do equilíbrio de poder só seria possível através do restabelecimento do antigo sistema monetário internacional, com a estabilidade das moedas, devido, sobretudo, à estrita interdependência entre comércio e finanças. Nesse sentido, a década de 1920 teria sido conservadora, ao passo que os anos 1930, com a ascensão de diferentes formas de atuação e de regimes políticos, que se originaram sob o contexto de grandes tensões sociais, foram revolucionários (POLANYI, 2000).

A relativa escassez de ouro durante a Primeira Guerra Mundial levou ao fim do compromisso da conversibilidade e da liberdade de transações em ouro pelas principais economias, através da adoção de restrições à saída de ouro e de controles proibitivos de transações em moedas estrangeiras. Muitos países emitiram moedas para financiar suas economias, resultando em variações substanciais nas taxas de câmbio.

Com o fim da Guerra, muitas daquelas restrições foram eliminadas. Os primeiros anos da década de 1920 foram marcados pela ausência virtual de intervenções oficiais para estabilizar as moedas, em um regime de relativa flutuação do câmbio e em um clima de várias conferências monetárias internacionais com a finalidade de reconstrução da estabilidade

---

<sup>10</sup> De maneira geral, considera-se que o funcionamento do sistema padrão-ouro tradicional foi viável devido ao contexto particular no qual operava. O sistema baseava-se, sobretudo, na prioridade dos governos de manutenção da conversibilidade de suas moedas em ouro. O comprometimento das autoridades monetárias com a manutenção da conversibilidade constituía “um circuito de realimentação positiva no interior do sistema: a confiança do mercado no compromisso das autoridades fazia com que os *traders* adquirissem uma moeda quando sua taxa de câmbio caía, reduzindo a necessidade de uma intervenção e a inquietação resultante de medidas tomadas para estabilizar o câmbio” (Eichengreen, 2000, p.72). Ademais, as condições eram favoráveis à adoção de políticas restritivas, o que garantia a credibilidade dos governos e contava com a solidariedade e cooperação entre os países que compunham o sistema.

<sup>11</sup> De acordo com Polanyi (2000), a “*haute finance*”, instituição peculiar ao último terço do século XIX e ao primeiro terço do século XX, foi um elo fundamental entre a organização política e econômica no mundo, fornecendo os instrumentos para um sistema de paz internacional, sem a qual as potências não poderiam ter estabelecido e mantido. Nas palavras do autor, “havia um contato íntimo entre as finanças e a diplomacia; nenhuma delas levava em consideração planos a longo prazo, tanto de paz como de guerra, sem ter certeza da boa vontade do outro. Todavia, o segredo do sucesso na manutenção de uma paz geral repousava, sem dúvida, na oposição, organização e técnicas de finanças internacionais” (Polanyi, 2000, p.25).

mundial<sup>12</sup>. O receio de que uma escassez mundial de ouro impedisse a expansão dos meios de pagamentos e, dessa forma, reduzisse a taxa de crescimento mundial levou a uma série de conferências internacionais no intuito de solucionar problemas de coordenação entre as economias.

Para muitos países, permitiu-se que os bancos centrais detivessem moeda estrangeira ao invés de ouro em suas reservas legais, estabelecendo-se um “padrão câmbio-ouro” (ISARD, 2005, p. 22). Conforme demonstra a Tabela 1, abaixo, a evolução do novo padrão câmbio-ouro ocorreu de forma gradual, intensificando-se a partir do restabelecimento da conversibilidade pelo Reino Unido em 1925. Em 1919, somente os Estados Unidos, entre as principais potências, mantinham a conversibilidade, ao passo que, na segunda metade da década de 1920, ocorreu a restauração da conversibilidade em diversos países.

Tabela 1 Alterações na Política do padrão câmbio-ouro

País	Retorno	Suspensão	Controle de capitais	Desvalorização
Austrália	Abril de 1925	Dezembro de 1929	-	Março de 1930
Áustria	Abril de 1925	Abril de 1933	Outubro de 1931	Setembro de 1931
Bélgica	Outubro de 1926	-	-	Março de 1935
Canadá	Julho de 1926	Outubro de 1931	-	Setembro de 1931
Tchecoslováquia	Abril de 1926	-	Setembro de 1931	Fevereiro de 1934
Dinamarca	Janeiro de 1927	Setembro de 1931	Novembro de 1931	Setembro de 1931
Estônia	Janeiro de 1938	Junho de 1933	Novembro de 1931	Junho de 1933
Finlândia	Janeiro de 1926	Outubro de 1931	-	Outubro de 1931
França	Agosto de 1926	Junho de 1928	-	Outubro de 1936
Alemanha	Setembro de 1924	-	Julho de 1931	-
Grécia	Maio de 1928	Abril de 1932	Setembro de 1931	Abril de 1932
Hungria	Abril de 1925	-	Julho de 1931	-
Itália	Dezembro de 1927	-	Maio de 1934	Outubro de 1936
Japão	Dezembro de 1930	Dezembro de 1931	Julho de 1932	Dezembro de 1931
Latvia	Agosto de 1922	-	Outubro de 1931	-
Países Baixos	Abril de 1925	-	-	Outubro de 1936
Noruega	Maio de 1928	Setembro de 1931	-	Setembro de 1931
Nova Zelândia	Abril de 1925	Setembro de 1931	-	Abril de 1930
Rumania	Março de 1927	Fevereiro de 1929	Maio de 1932	-
Suécia	Abril de 1924	Setembro de 1931	-	Setembro de 1931
Espanha	-	-	Maio de 1931	-
Reino Unido	Maio de 1925	Setembro de 1931	-	Setembro de 1931
Estados Unidos	Junho de 1919	Março de 1933	Março de 1933	Abril de 1933
Polônia	Outubro de 1927	-	Abril de 1936	Outubro de 1936

Fonte: Bernanke e James (1999, p. 37)<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Ver, por exemplo, Eichengreen (2000, Capítulo 3).

<sup>13</sup> Bernanke e James (1991) procuram avaliar, através de um modelo formal, a relação entre as desvalorizações cambiais do período e a crise mundial na década de 1930.

No entanto, o novo formato do padrão câmbio-ouro revelou dois principais problemas potenciais. Por um lado, a paridade com que os países estabilizaram suas moedas foi em muitos casos inadequada, diante dos diferentes níveis de inflação experimentados pelos países após a Guerra<sup>14</sup>. Por outro, as dificuldades competitivas entre os países, agravadas a partir dessas novas taxas, especificamente através de pressões sobre as reservas, impediram uma política de coordenação em nível mundial, como havia sido no sistema padrão-ouro tradicional.

Essas fragilidades sistêmicas intensificaram-se fortemente com a crise de 1929, demonstrando, sobretudo, a incapacidade de cooperação internacional. O resultado foi o abandono sucessivo do sistema pelas maiores economias, com a adoção de controles de capitais e desvalorizações cambiais. Entre 1929 e 1931, sete países haviam suspenso a conversibilidade, entre eles o Reino Unido em 1931. Os Estados Unidos suspenderam o padrão câmbio-ouro em 1933 (ver a Tabela 1).

Os ambientes político e econômico no período entre Guerras não eram mais os mesmos do padrão-ouro tradicional, e, desta forma, poucos méritos daquele sistema restaram em comparação com o novo padrão câmbio-ouro. Segundo Eichengreen (2000, p.97) “sua estrutura era a soma dos arranjos monetários nacionais, [sendo que] nenhum dos quais havia sido concebido em função das implicações para o funcionamento do sistema como um todo”.

Ademais, esse período é marcado pelo fim da hegemonia industrial e comercial do Reino Unido e da posição privilegiada da libra esterlina. Na interpretação de Kindleberger (1986) esse aspecto foi fundamental para a crescente instabilidade nos anos 1920, e, sobretudo, na dimensão da crise de 1929, uma vez que o período se caracterizou pela ausência de um país capaz de exercer as principais funções de um país “hegemônico” – dentre as quais a de prestador de última instância<sup>15</sup>. De um lado, o Reino Unido enfraquecido não era mais capaz de exercer essas funções; de outro, os Estados Unidos evitaram-nas em detrimento de sua política nacional.

Sob esse contexto, as taxas de câmbio se mostraram bastantes voláteis no início da década de 1920<sup>16</sup> e os fluxos de capital não agiam de forma a estabilizar os balanços de pagamentos como anteriormente. A primeira metade da década de 1920 foi marcada, então,

---

<sup>14</sup> Dois exemplos marcantes foram o caso do franco francês e o da libra esterlina.

<sup>15</sup> Nesse sentido, a combinação de uma série de fatores, tais como (i) falhas nos processos de correção automática do sistema, (ii) falhas nas tomadas de adesão ao padrão-ouro e no seu processo de operação, sacrificando as economias e gerando posterior deflação, (iii) problemas com os pagamentos de reparação da Guerra, em especial a Alemanha, que dificultou a reestruturação das economias dos países derrotados, e (iv) diferentes objetivos entre países que ocasionaram a desestabilização do sistema, com a falta de coordenação (Kindleberger, 1986).

<sup>16</sup> Ver, por exemplo, Eichengreen (2000, Capítulo 3).

por um período de forte instabilidade com livre flutuação cambial e a eliminação dos controles de capitais.

A especulação dos fluxos de capital agia de forma a aprofundar os desequilíbrios dos países com dificuldades no balanço de pagamentos. E, desta forma, “quando o sistema era perturbado, o capital financeiro, que no passado fluía em direções estabilizadoras, agora empreendia fugas, transformando uma perturbação limitada em uma crise econômica e política” (EICHENGREEN, 2000, p.76).

Mesmo com a volta das taxas de câmbio fixas a partir da segunda metade dos anos de 1920 – o número de países que adotavam o padrão câmbio-ouro em 1928 era superior a quarenta – a característica desestabilizadora dos fluxos de capital não se alterou. Naquela nova conjuntura, “os movimentos de capital internacionais poderiam agravar ao invés de aliviar as pressões sobre os bancos centrais” (EICHENGREEN, 2000, p.130).

A assimetria das taxas de câmbio e dos fluxos de pagamentos referentes às reparações e dívidas da Guerra, em conjunto com a instabilidade dos fluxos de capital, aprofundaram os desequilíbrios entre os países<sup>17</sup>. Algumas economias passaram a registrar contínuos déficits em conta corrente, os quais reduziam suas reservas em ouro e moeda estrangeira, ao passo que outras desfrutavam de persistentes superávits e acúmulo de reservas (ISARD, 2005, p.22).

Tais desequilíbrios ocorreram em um contexto marcado pela assimetria entre os Estados Unidos e o resto do mundo. Após a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos se tornaram o maior credor do mundo. As reservas de ouro em poder dos Estados Unidos, em percentagem do total das reservas internacionais, passaram de 26,6 % em 1913 para 45,7% em 1924 (EICHENGREEN, 2000, p. 98). Ademais, sua participação na produção industrial mundial passou de um terço em 1913 para 45% em 1929, contra pouco menos de 28% da participação de Reino Unido, Alemanha e França juntos.

De acordo com Eichengreen (2000), cerca de US\$ 1,0 bilhão, referente a dívidas de Guerra, foi transferido para os Estados Unidos entre 1926 e 1931. Em contrapartida, os Estados Unidos concederam volumosos empréstimos de volta à Europa e outras regiões do mundo, na maior parte por meio de novas emissões de títulos para tomadores no exterior<sup>18</sup>. Para Hobsbawm (1995), um fator essencial do relativo *boom* que precedeu a crise é que esse

---

<sup>17</sup> Uma crítica das consequências do novo padrão câmbio-ouro encontra-se em Keynes (1972).

<sup>18</sup> De acordo com Eichengreen (2000, p. 104), o número de norte-americanos que investiam em bônus quintuplicou entre 1914 e 1929, registrando um pico entre 1927-1928.

foi alimentado em grande parte pelo enorme fluxo de capital internacional que invadiu os países industriais, em especial a Alemanha<sup>19</sup>.

### 3.3 A CRISE FINANCEIRA DE 1929 E A GRANDE DEPRESSÃO

Para Galbraith (1997), cinco características diferenciam o ambiente da crise financeira de 1929: (i) concentração de renda; (ii) estrutura corporativa precária; (iii) péssima estrutura bancária: inerentemente debilitada, com unidades independentes e práticas duvidosas; (iv) desequilíbrios no balanço de pagamentos, entre credores e devedores do após a Guerra; e (v) falta de “inteligência” econômica do Estado. Nesse sentido, para o autor, a facilidade de crédito para a compra de ações, por si só, não pode explicar a elevada especulação na compra de ações na bolsa de Nova Iorque, uma vez que outros períodos de crédito fácil não decorreram em uma “orgia especulativa”, tal como em 1929.

Ainda segundo o autor, o que existiu no período foram, um otimismo e uma crença exacerbada por parte dos agentes na rentabilidade das ações resultando em um processo especulativo de longa escala. Esse entusiasmo esteve baseado, sobretudo, nas inovações e no incremento do nível de trabalho na produção, em um contexto de estabilidade dos preços e dos salários. No período precedente ao *boom* especulativo de 1929, os lucros das empresas sustentavam as expectativas na bolsa de valores e encorajavam novos investimentos, ou seja, existia a crença de que o preço das ações estava associado ao lucro das empresas.<sup>20</sup>

Outra característica marcante é que em 1928 e 1929 não foram criados novos bancos, pelo menos em larga escala, para atuar como instrumentos e objetos de especulação. O que se verificou foi que, à medida que o mercado de ações atingia seu ápice, empréstimos à vista de “todos os outros”, em oposição aos bancos de Nova Iorque e bancos fora de Nova Iorque, aumentaram extraordinariamente. Esses empréstimos passaram de pouco menos de US\$ 2,0 bilhões, no final de 1926, para US\$ 3,8 bilhões em dezembro de 1928, e para US\$ 6,4 bilhões no início de outubro de 1929. Ademais, os empréstimos para corretores efetuados por bancos de Nova Iorque caíram de um valor máximo de US\$ 1,6 bilhão no final de 1928 para US\$ 1,0 bilhão em outubro de 1929 (KINDLEBERGER, 1992).

---

<sup>19</sup> Segundo Hobsbawm (1995), somente a Alemanha recebeu cerca de metade das exportações de capital mundial em 1928.

<sup>20</sup> Nesse particular, Kindleberger (1992), através de um quadro estilizado de diversas crises financeiras, aponta que até 1925 as terras teriam sido o objeto inicial de especulação, passando em 1928-1929 para as ações.

A elevada demanda por ações resultou na falta de ações ordinárias no mercado, o que levou a um movimento “fusionista” através da centralização de *Holdings Companies*. Desenvolveram-se Consórcios e Companhias de Investimentos, nas quais existia uma cadeia de títulos entre os consórcios: consórcios e outras instituições financeiras criavam mais consórcios, levando a um processo de alavancagem através de uma cadeia de títulos entre os consórcios. Em suma, “a virtude do Consórcio de Investimento era que ele estabelecia uma separação quase completa entre o volume dos títulos da empresa e a dimensão do seu ativo real” (GALBRAITH, 1997, p.84).

Um indicador bastante usado para medir o grau de especulação na bolsa de Nova Iorque na época é o volume de empréstimos concedidos aos corretores (empréstimos sob chamada). De acordo com Galbraith (1997), esses empréstimos apresentaram um crescimento espantoso a partir de 1927. Por um lado, os altos empréstimos aos corretores dependiam da alta contínua dos preços das ações no mercado; por outro, grande parte desses empréstimos servia garantir os elevados níveis do mercado. Ou seja, a compra de ações na margem, permitida pelo crescente volume de empréstimos, serviu como uma fonte de expansão monetária (KINDLEBERGER, 1992).

Esses mecanismos de alavancagem garantiam elevadas taxas de retorno aos bancos e, principalmente, aos outros agentes que passaram a financiar a especulação no mercado de ações. A taxa cobrada por esses agentes chegava a 12%, ao passo que a taxa de desconto era de apenas 5,5%. Mesmo após o *Federal Reserve* aumentar a taxa de desconto para 6% ao ano em agosto de 1929, essas taxas de retorno ainda eram bastante elevadas. Em 1929, o volume dos empréstimos de fontes não bancárias, no qual a autoridade monetária não detinha controle, era quase igual ao dos bancos.

A utilização de tal instrumento de especulação fica clara no Gráfico 1, abaixo. Enquanto no início da década de 1920 o valor total dos empréstimos sob chamada girava em torno de US\$ 1,0 bilhão, ao final do ano de 1927 esses representavam cerca de US\$ 3,0 bilhões. Ademais, em 1928 esses continuaram a evoluir rapidamente: US\$ 4,0 bilhões em junho, US\$ 5,0 bilhões em novembro e quase US\$ 6,0 bilhões em dezembro. No início de outubro de 1929, no ápice especulativo, os empréstimos alcançaram um total de US\$ 8,5 bilhões.



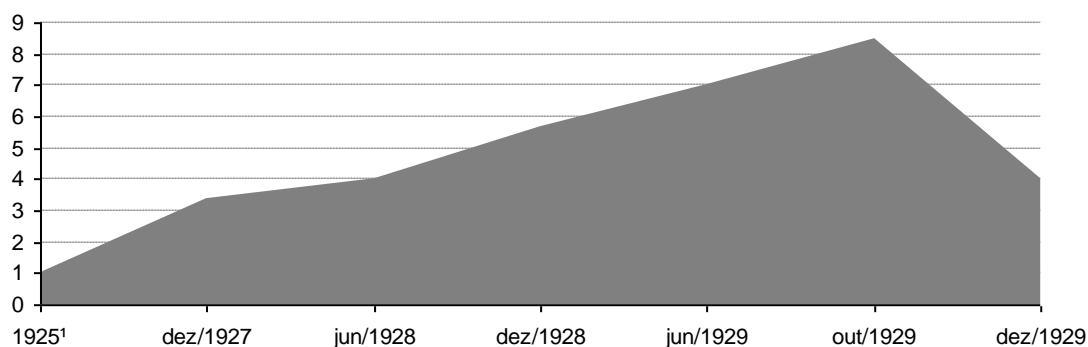


Gráfico 1 Empréstimos aos corretores (Estados Unidos), US\$ bilhões, 1925-1929

Fonte: Elaboração própria com base em Galbraith (1997, p. 57 e 58).

Nota: (1) Média anual entre 1920 e 1925.

Como se pode observar no Gráfico acima, no fim do ano de 1929 o valor desses empréstimos havia retornado para o nível de 1927. Com o *crash*, “todos os outros” e os bancos fora de Nova Iorque retiraram os fundos à vista do mercado com medo de que a bolsa de valores pudesse ser fechada, como o foi o que ocorreu em 1873 (KINDLEBERGER, 1992).

Acompanhando uma tendência de desaceleração de alguns indicadores da economia norte-americana, o mercado de ações reverteu-se fortemente em outubro. Primeiro na “quinta-feira negra” (24 de outubro de 1929), com mais de oito milhões de papéis negociados. Depois, a “terça-feira negra” (29 de outubro de 1929), no qual mais de dezesseis milhões de ações foram vendidas na bolsa de Nova Iorque, resultando em um processo de extraordinária baixa das cotações que anulou de imediato as rápidas elevações dos últimos doze meses.

O Gráfico 2, abaixo, mostra a evolução mensal do índice das cotações da Dow Jones Industrial entre outubro de 1928 e junho de 1932. De acordo com o referido Gráfico, as cotações, que haviam aumentado mais de 50% entre outubro de 1928 e agosto de 1929, caem fortemente em outubro de 1929. Após uma rápida recuperação entre dezembro de 1929 e maio de 1930, o Índice retoma a tendência de queda acentuada, que persiste até o ano de 1932. Em junho de 1932 a queda do índice Dow Jones Industrial atingiu seu máximo, representando pouco mais de 10% do pico verificado em setembro de 1929.

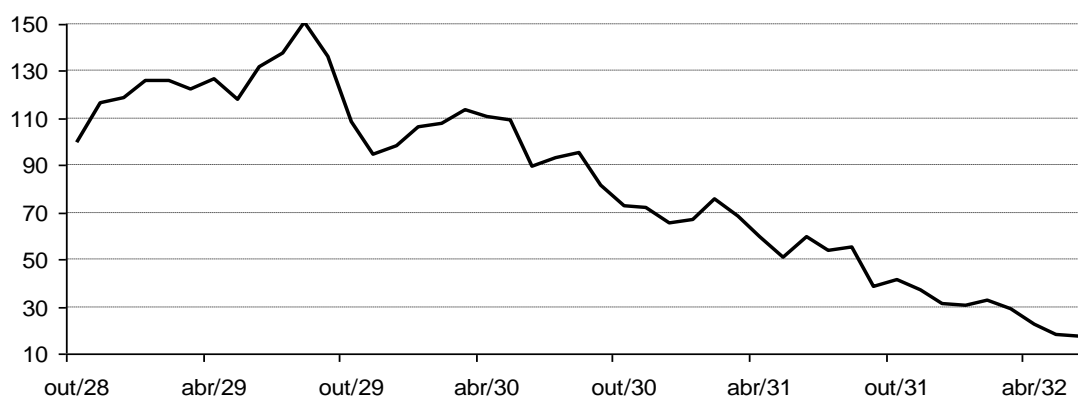


Gráfico 2. Índice Dow Jones Industrial, mensal (outubro de 1928 = 100), 1928-1932

Fonte: Elaboração própria com base em DSHORT: Financial Lifecycle Planning. Disponível em: <http://dshort.com/docs/data-sources.html>.

Quando o preço das ações começou a despencar, muitos daqueles consórcios que possuíam ações de baixo valor tiveram que se desfazer de títulos “bons” para cobrir seus empréstimos à margem, o que resultou em um processo cumulativo de queda geral dos preços. A evolução do mercado de ações seguiria uma tendência de queda nos três anos seguintes, paralelamente às baixas dos negócios, da produção industrial e das dificuldades no mercado bancário.

A forte reversão nos preços das ações desencadeou um processo de deflação dos ativos, sob um contexto de elevada dívida privada que havia sido contraída durante a década de 1920. Ademais, reduziu-se o patrimônio das empresas e das famílias, com impactos sobre os setores financeiro e real da economia. Assim, de um lado, houve dificuldades de pagamentos das dívidas acompanhadas por uma forte contração do crédito. De outro, ocorreu uma redução do dispêndio corrente, elevando o decréscimo da renda e dos preços, resultando em um processo cumulativo de queda dos preços e do patrimônio, conhecido pela espiral deflacionária (*debt-deflation*), termo cunhado por Fisher (1933).

Em suma, a reversão de expectativas dos agentes levou, através de um sistema de crédito instável, a mudanças na liquidez e efeitos sobre a oferta de moeda, pois “[c]om o *crash*, o sistema de crédito congelou subitamente. Empréstimos para importações, por exemplo, parecem ter cessado completamente” (KINDLEBERGER, 1992, p. 99). O período subsequente foi marcado por uma violenta contração do crédito (*credit crunch*) e pela perda

de confiança generalizada, acompanhada por sucessivas crises bancárias. Dos vinte e nove mil bancos existentes nos Estados Unidos em 1921 só restaram doze mil em março de 1933<sup>21</sup>.

Com a crise os empréstimos norte-americanos foram suspensos, evidenciando a vulnerabilidade da Europa, e em especial da Alemanha, frente aos fluxos de capitais internacionais (HOBSBAWM, 1995). O valor da saída de capital privado líquido dos Estados Unidos, que havia aumentado de pouco menos de US\$ 200 milhões em 1919 para mais de US\$ 1,5 bilhão em 1928, caiu pela metade em 1929 (EICHENGREEN, 2000, p. 104). Concomitantemente, houve uma redução no volume dos depósitos bancários em diversos países, como na Áustria, Alemanha e Reino Unido. A reversão e a instabilidade dos capitais de curto de prazo levaram a uma cadeia de sucessivas crises bancárias e de balanço de pagamentos<sup>22</sup>.

Para Kindleberger (1986) “a contínua deflação de 1931 reafirmou a necessidade de um prestador de última instância de uma maneira diversa em escala e tipo, das crises anteriores”, uma vez que, a despeito da ocorrência de diversos empréstimos entre os países, verificou-se a falta de intermediação sob um contexto de sucessivas crises bancárias.

O índice de preços ao consumidor (base 1914=100) caiu em praticamente todas as principais economias entre 1929 e 1932. No Japão esses preços baixaram 17%, nos Estados Unidos mais de 18% e na Alemanha e Itália as quedas chegaram a 21% (MADDISSON *apud* GAZIER, 2009). Os preços de atacado, medidos em moeda nacional, caíram 32% no Reino Unido, 38% na França e 42% nos Estados Unidos (GAZIER, 2008). Os preços dos alimentos e matérias primas também caíram fortemente com a crise. O preço do trigo, por exemplo, caiu cerca dois terços (HOBSBAWM, 1995). Desta forma, países cujo comércio internacional dependia basicamente desses produtos, como Brasil, Argentina, México e Índia, para citar alguns, foram bastante afetados.

Como resultado houve uma forte contração do PIB nas principais economias industriais. Entre 1929 e 1933, o volume do PIB caiu 16% na Alemanha e 30% nos Estados Unidos. Nos Estados Unidos, o produto nacional bruto (PNB) em valor corrente, passou de aproximadamente US\$ 104,4 bilhões em 1929 para menos de US\$ 56,0 bilhões em 1932 (GAZIER, 2009). Cabe destacar, contudo, que as taxas de crescimento do PIB apresentaram uma enorme disparidade entre os países na década 1920, sendo que nos países que registraram um maior crescimento durante a década de 1920, como a França, as quedas foram maiores.

---

<sup>21</sup> Em 1931, houve um forte pânico bancário nos EUA, sobretudo, no mês de outubro. Somente entre agosto de 1931 e janeiro de 1932 mais de 1800 bancos quebraram. Em março de 1933, o Presidente Roosevelt decretou feriado bancário.

<sup>22</sup> Para uma análise cronológica das crises bancárias do período, ver, por exemplo, Bernanke e James (1991).

Em outras economias, como o Reino Unido, com um menor dinamismo na década de 1920, a retração foi menor.

De acordo com Eichengreen (2000), os governos tentaram interromper a espiral descendente da atividade econômica confrontando-se com a incompatibilidade de iniciativas expansionistas e a conversibilidade ao ouro. Nesse caso, a redução das reservas resultante da queda da taxa de juros, que encorajava investimentos no exterior, e o aumento do crédito, que estimulava importações, levariam a temores de desvalorização com fugas de capital. Nas palavras do autor: “Injeções de crédito e reduções nas taxas de juros para fomentar o consumo e os investimentos eram incompatíveis com a manutenção do padrão ouro” (EICHENGREEN, 2000, p. 108).

Diante de tal circunstância muitos países suspenderam a conversibilidade, permitindo que suas moedas se desvalorizassem e, concomitantemente, fossem adotados controle de capitais, o que comprometeu a estabilidade do sistema monetário internacional nos demais países. Com o abandono do padrão câmbio-ouro, a desvalorização das moedas e o controle de câmbio, os gastos de importação de produtos dos países que ainda mantinham a conversibilidade foram diminuídos. A queda da demanda nesses países aprofundou a depressão, elevando o temor dos investidores sobre a estabilidade daquelas moedas. O resultado foi o colapso do padrão câmbio-ouro (EICHENGREEN, 2000).

### 3.4 MARCO INSTITUCIONAL E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS SELECIONADAS

#### 3.4.1 Marco institucional

O padrão câmbio-ouro, estabelecido na segunda metade da década de 1920, apoiou-se nos ideais do liberalismo clássico que regeram o antigo Sistema Monetário Internacional do padrão-ouro. Acreditava-se que a restauração da ordem mundial e, por conseguinte, da estabilidade econômica internacional, dependiam do restabelecimento das taxas de câmbio fixas aliadas à adoção da livre mobilidade dos fluxos de capitais. Contudo, em um contexto de ausência de uma liderança hegemônica mundial e de falta de coordenação internacional,

arranjos monetários nacionais foram instituídos sem levar em conta suas implicações para o sistema como um todo.

Especificamente nos Estados Unidos, país no qual a crise se originou, a falta de regulação e de supervisão do sistema financeiro permitiu a proliferação de atividades especulativas. Em um ambiente desregulado e de precária estrutura bancária e corporativa, mecanismos de alavancagem foram criados, possibilitando a ampliação da bolha nos preços das ações que culminou com a quebra da bolsa de Nova Iorque em outubro de 1929.

Com a crise financeira de 1929, as fragilidades sistêmicas se intensificaram. Em um sistema onde os fluxos de capitais representavam “parte da cola que ligava as economias dos países” (EICHENGREEN, 2000, p. 129) sucessivos ataques especulativos contra as moedas nacionais e fugas de capitais aprofundaram a instabilidade financeira, agravando a situação das economias e dos desequilíbrios entre os países. Tal situação tornou-se problemática devido à ausência de um emprestador de última instância para conter a falta de intermediação internacional.

### 3.4.2 Mercado acionário

Com a crise de 1929 o mercado de ações mundial sofreu sucessivas perdas que perduraram até o ano de 1932. Conforme o Gráfico 3, a seguir, somente entre outubro e dezembro de 1929, as cotações nos mercados de ações apresentaram uma redução de mais de 10%.

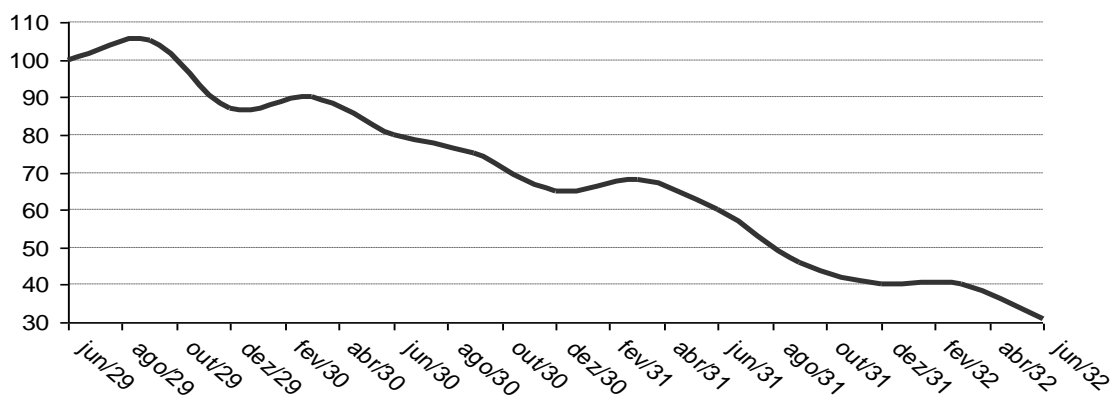


Gráfico 3. Mercado mundial de ações (junho de 1929=100), 1929-1932  
Fonte: Elaboração própria com base em Eichengreen e O'Rourke (2009).

Após uma relativa estabilidade no início dos anos 1930, as cotações retomaram a tendência de queda acentuada. O pessimismo no mercado de ações seguiu pelos três anos seguintes, simultaneamente às baixas dos negócios e as quebras no mercado bancário. Em junho de 1932 a queda nos mercados de ações atingiu seu máximo, quando o valor das cotações representava menos de um terço do valor registrado em 1929.

### 3.4.3 Comércio mundial

Os efeitos da crise sobre a demanda mundial também foram desastrosos. O volume do comércio mundial retraiu-se cerca de 30% de abril de 1929 a fevereiro de 1933. Considerando-se os efeitos do processo de deflação dos preços, essa queda foi ainda maior: a contratação do comércio mundial em valores mensais de bilhões de dólares-ouro das importações de 75 países chegou a 69% nesse período.

O impacto da crise na demanda mundial fica evidente quando observado a partir da Figura 1., abaixo, que ilustra a espiral da retração do comércio mundial feita pela Liga das Nações: de US\$ 2,7 bilhões em 1930, para US\$ 900 milhões em 1933.

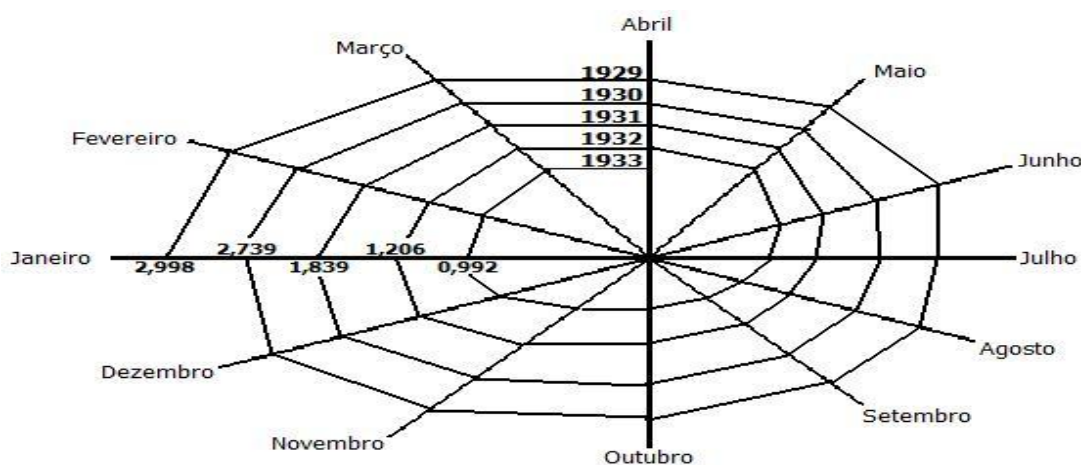


Figura 1. Espiral retração do comércio mundial, US\$ bilhões, 1929-1933  
Fonte: Liga das Nações apud Gazier (2009).

O grupo dos países exportadores de produtos primários sofreu fortemente com a queda dos preços. Alguns exemplos se tornaram emblemáticos, como o caso da queima dos estoques

de café no Brasil. Na Argentina, Brasil e Espanha, as exportações foram reduzidas em mais de 60%. A queda nas exportações do Chile chegou a mais de 80%. Na Europa, o volume das exportações, em comparação com 1929, caiu cerca de 30% e o das importações, 20%. Na América do Norte essas quedas ultrapassaram 40%.

### 3.4.4 Produção industrial

A produção industrial recuou fortemente até 1932. Como se pode observar na Tabela 2, abaixo, o volume da produção industrial mundial em 1930, já era 10% menor que em 1929, sendo que em 1932, representava somente 70% do produzido em 1929<sup>23</sup>.

Tabela 2. Índice do volume da produção industrial<sup>24</sup> para diferentes países (1929 =100), 1930-1933

País/Ano	1930	1931	1932	1933
Alemanha	88	72	58	65
Áustria	85	70	61	63
Canadá	85	71	58	60
Estados Unidos	81	68	54	64
França	100	89	77	83
Itália	92	78	67	74
Japão	95	92	98	113
Reino Unido	92	84	83	88
Suécia	102	96	89	91
Mundo	89	79	70	78

Fonte: Gazier (2009).

A atividade industrial nos Estados Unidos em 1932 foi quase a metade da registrada em 1929. Países como a Alemanha (58), Áustria (61) e Itália (67), para citar alguns, também apresentaram expressivas quedas no período. Na França, a queda prosseguiu até 1935, chegando a 76.

<sup>23</sup> Quando se exclui a URSS do mundo, o referido índice para a produção industrial mundial fica menor ainda, chegando a 64 em 1932. A URSS torna -se um caso a parte na conjuntura da crise, uma vez que sob seus Planos Quinquenais entrava em pleno processo de industrialização (a participação mundial da produção industrial soviética passa de 5% em 1929 para 18% em 1938).

<sup>24</sup> O índice do volume da produção industrial é um dos indicadores mais usados para quantificar as variações da produção no período. Tal índice refere-se, suprimindo o efeito dos preços, à atividade de minas, da construção e da energia e das indústrias manufatureiras (bens de consumo e bens de produção) (Gazier, 2009, p.11).

Em 1932 o índice da produção de automóveis (com base 100 = 1929) chegou a 26 nos Estados Unidos e a 23 na Alemanha e no Canadá. Os índices da produção de bens de consumo e de bens de produção da Alemanha e dos Estados Unidos caíram, respectivamente, para 79 e 34 e 76 e 27.

Após 1932-1933 a produção industrial começou a registrar uma recuperação de forma dispersa entre os países, reduzindo-se novamente em 1937-1938.

### 3.4.5 Emprego

As taxas de desemprego se elevaram rapidamente a partir de 1929, alcançando um máximo no ano de 1932. Em algumas regiões e setores específicos, como, por exemplo, o setor agrícola dos Estados Unidos, essas taxas foram dramáticas, girando em torno de 30%. De acordo com o Gráfico seguinte, nos Estados Unidos a taxa de desemprego passou de 3% em 1929 para mais de 20% em 1933.

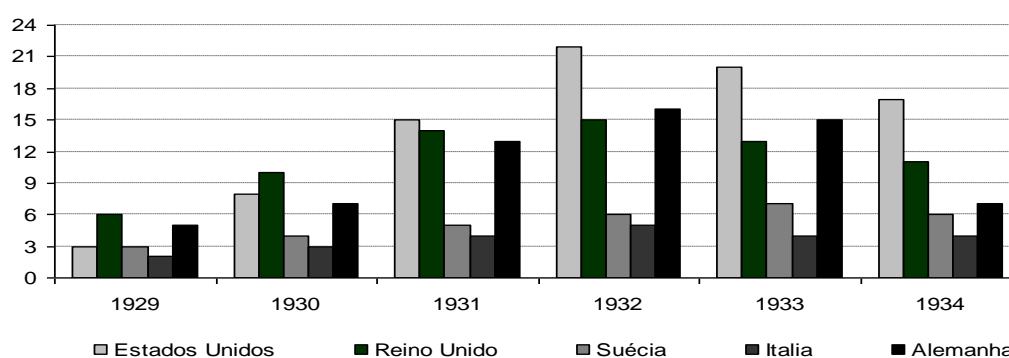


Gráfico 4. Taxa de desemprego em alguns países (% da população ativa), 1929-1933  
Fonte: Maddison apud Gazier (2009).

Em 1933, o número estimado de trabalhadores sem emprego nos Estados Unidos chegou a treze milhões. Em outros países, apesar da elevação não ter sido tão brutal, os números também foram elevados: na Áustria a taxa de desemprego passou de 8% em 1929 para 18% em 1933, na Alemanha de 6% para 16% e no Reino Unido de 7% para 15%.



### 3.4.6 Políticas Monetária e Fiscal

Em 1929 as intervenções monetárias nos Estados Unidos foram ativas. Injeções monetárias através do *open market* aliviaram as dificuldades bancárias decorrentes do *crash* da bolsa. Contudo, em setembro de 1931 as operações de *open market* foram suspensas e a massa monetária foi contraída fortemente (KINDLEBERGER, 1992). Entre agosto de 1929 e agosto de 1930, a redução da base monetária dos Estados Unidos foi na ordem de um terço.

Em 1931, nos países que haviam abandonado o padrão câmbio-ouro, a redução na base monetária e de M1 foi, em média, 11%, ao passo que nos países que mantiveram o padrão câmbio-ouro até 1936, a redução média foi de 6% (BERNANKE; JAMES, 1991, p. 44).

Os bancos centrais se viram desencorajados a intervir em benefício do sistema bancário em virtude da prioridade do câmbio fixo do padrão câmbio-ouro. Assim, “[c]om a credibilidade de seu compromisso para com a conversibilidade já em dúvida, os bancos centrais não tinham alternativa para tranquilizar os mercados, senão através da defesa da paridade ao ouro até o amargo fim. Assim a vigência do padrão câmbio-ouro impunha constrangimentos à intervenção em apoio ao sistema bancário” (EINCHENGREEN, 2008, p. 112).

O Gráfico 5, abaixo, mostra o comportamento da taxa de redesconto para uma média de seis países, entre junho de 1929 e junho de 1932. De acordo com o referido Gráfico, a taxa média de juros não baixou de 3% durante todo o período. Ao longo do ano de 1929 a taxa de juros manteve-se acima de 5%.

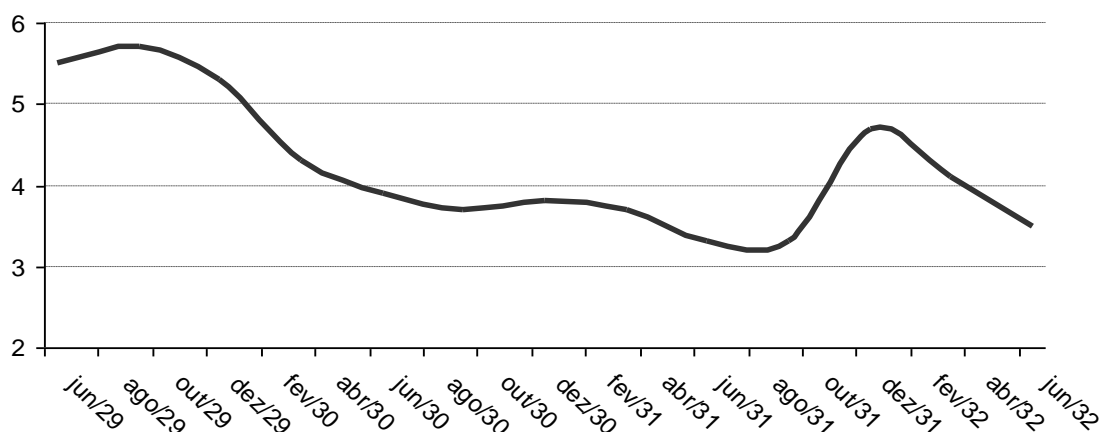


Gráfico 5. Taxa de redesconto, média de seis países, junho/1929- junho/1932  
Fonte: elaboração própria com base em Eichengreen e O'Rourke (2009).

Conforme se percebe pelo Gráfico acima, a partir de 1930 a taxa de desconto começou a apresentar uma modesta redução, estabilizando-se em pouco menos de 4% durante todo ano. No início de 1931, verifica-se uma nova redução, para perto de 3%, seguida logo após de uma elevação. Em dezembro de 1931 a taxa de desconto retornou para quase 5%. Em 1932 a taxa cai novamente, ficando em torno de 3,5% em junho de 1932.

O crescente temor pela estabilidade das moedas, diante da liquidação de divisas que reduziu o volume de reservas – as reservas dos 24 países mais importantes diminuíram cerca de US\$ 100,0 milhões ao longo de 1931 –, obrigou os bancos centrais a elevarem as taxas de desconto como forma de assegurar um nível adequado de reservas e garantir a conversibilidade. O banco da Inglaterra, por exemplo, aumentou a taxa de desconto em um ponto percentual por duas vezes em julho de 1930.

A atuação da política fiscal também se mostrou bastante limitada durante a crise de 1929, pois, por um lado, houve restrições impostas pela própria lógica do padrão câmbio-ouro. Ademais, as altas taxas de juros elevavam a dívida pública, o que, por sua vez, exacerbava a instabilidade dos fluxos de capitais, resultando, por conseguinte, em maiores pressões sobre as taxas de câmbio. Por outro lado, predominava a visão de que os governos deviam manter o orçamento equilibrado. Desta forma, muitos governos, inclusive o dos Estados Unidos, viam o equilíbrio orçamentário como uma condição necessária para estabilidade econômica (GALBRAITH, 1997). O Gráfico, 2.6, abaixo, apresenta o superávit fiscal em percentagem do PIB para a economia mundial, entre 1925 e 1934.

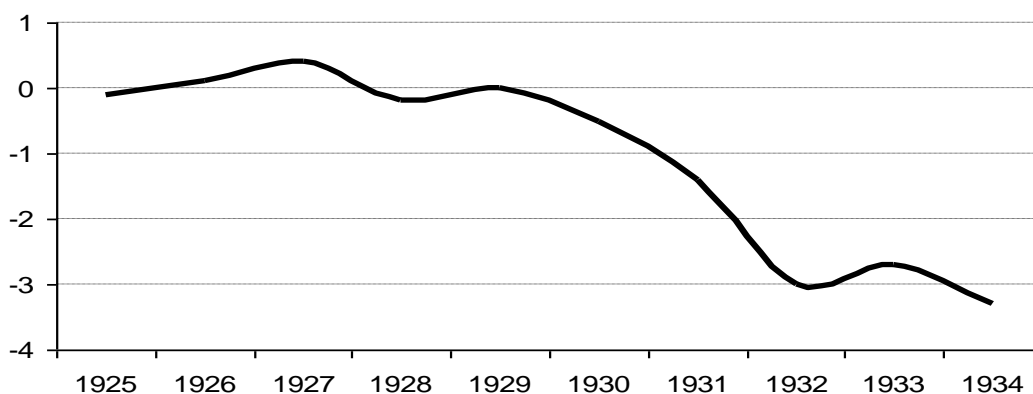


Gráfico 6. Superávit fiscal mundial (% do PIB), 1925-1934

Fonte: Elaboração própria com base em Eichengreen e O'Rourke (2009).

De acordo com o Gráfico acima, o déficit fiscal aumentou a partir de 1929. Contudo, como se pode observar, esse aumento ocorreu de maneira gradual e apenas até o ano de 1932. Entre 1929 e 1932 o aumento do déficit fiscal foi, em média, de 1% ao ano com relação ao PIB, sendo que, em 1932 o déficit estabilizou-se em torno de 3% do PIB, mantendo-se neste patamar até 1934.

## 4 A CRISE FINANCEIRA MUNDIAL DE 2008

### 4.1 INTRODUÇÃO

A crise financeira mundial de 2008 teve origem no mercado imobiliário norte-americano de hipotecas *subprime*. Através das complexas inter-relações entre os mercados de crédito e financeiro a crise no mercado de *subprime* se propagou rapidamente pelo sistema financeiro norte-americano revelando as vulnerabilidades sistêmicas de um imenso sistema financeiro baseado em inovações financeiras complexas e “opacas”.

A desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se propagou em âmbito mundial através de fugas de capital e movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito. Como resultado, diversos países experimentaram rápida desaceleração do crescimento econômico em 2008, e muitos entraram em recessão em 2009. Em 2009, os empréstimos do Fundo Monetário Internacional (FMI) já haviam atingido 50 países (UNCTAD, 2009).

Este capítulo tem como objetivo descrever as crises financeiras do *subprime* e mundial de 2008 e suas repercussões. Com base no referencial teórico apresentado no primeiro capítulo, procura-se avaliar os principais aspectos do ambiente institucional e macroeconômico internacional no qual a crise de 2008 se originou e evoluiu. Para tanto, a seção seguinte descreve a natureza financeira do processo de globalização. Em seguida são apresentados os aspectos específicos das crises financeiras do *subprime* e mundial. Por fim, é feita uma análise estatístico-descritiva do marco institucional e das variáveis macroeconômicas selecionadas.

### 4.2 ANTECEDENTES HISTÓRICOS: A NATUREZA FINANCEIRA DA GLOBALIZAÇÃO

O processo de globalização teve como principal característica a globalização financeira em detrimento da globalização comercial, ou seja, seu caráter teve como

força predominante o setor financeiro. Seus impactos sobre o setor real da economia levaram a necessidade do uso de instrumentos financeiros para reduzir os riscos associados, tanto à volatilidade cambial, quanto aos riscos inerentes ao processo de liberalização dos mercados. Assim sendo, sob um contexto cada vez maior de interdependência entre os países através dos mercados financeiros, os desequilíbrios, que antigamente tinham ocorrido por meio de choques no comércio, decorreram, sobretudo nas últimas décadas, de choques nas finanças (Kregel, 2004).

De acordo com Fiori e Tavares (1998), o atual processo de globalização tem em sua origem as relações assimétricas de poder e dominação internacional, que explicam sua expansão e originalidade financeira. Nesse sentido, a marca principal do movimento de globalização teria sido a globalização das finanças, viabilizada pelas políticas de liberalização e desregulamentação dos mercados, iniciada pelos Estados Unidos e Inglaterra e seguida posteriormente pelos demais países, e avançada pela adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes.

A busca pela retomada da liderança hegemônica dos Estados Unidos teve como estratégia central assegurar a supremacia do dólar no sistema monetário internacional<sup>25</sup>. Desta forma, viabilizadas pela política econômica do Estado hegemônico e a partir de seu sistema financeiro, as finanças globalizadas começaram a operar em um “espaço financeiro” mundial hierarquizado, o qual teve em suas raízes a criação do mercado de “eurodólares” e a adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes (ARRIGHI, 1996; CHESNAIS, 1998; FIORI, TAVARES, 1998).

O fim do sistema Bretton Woods<sup>26</sup> marcou uma nova fase do sistema monetário internacional. A política monetária passou a ter como objetivo principal a estabilidade do câmbio, em consequência da maior mobilidade internacional de capitais e devido ao restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, que dificultou a distinção e o controle de compras e vendas em moeda estrangeira relacionadas a transações correntes e a conta de capital (EICHENGREEN, 2000). Nas palavras do autor:

---

<sup>25</sup> De acordo com Arrighi (1996, p.331), a crise de liderança hegemônica internacional dos Estados Unidos ocorreu entre 1968 e 1973 nas áreas, militar, ideológica e financeira. Nesse sentido, a expansão financeira que acompanhou a reação norte-americana pode ser associada aos ciclos de expansão financeira que surgem da aliança entre Estado e Finanças e que resultam das pressões competitivas do próprio processo de acumulação capitalista em escala global, verificados desde o século XIV.

<sup>26</sup> Três aspectos fundamentais diferenciaram o acordo de Bretton Woods (1944 -1970) do antigo padrão ouro-divisas: (i) regimes de câmbio ajustável foram usados como instrumentos para manutenção do equilíbrio dos balanços de pagamentos; (ii) adotaram-se controles de capitais com o objetivo de evitar as ameaças da volatilidade dos fluxos desestabilizadores no entre as guerras; e (iii) instituiu-se o Fundo Monetário Internacional, com a função de monitorar e penalizar os países desestabilizadores do sistema e oferecer financiamentos para economias com dificuldades nos balanços de pagamentos (Eichengreen, 2000).

As alternativas a taxas de câmbio ajustáveis eram extremos diametralmente opostos: adotar um câmbio flutuante ou tentar a paridade fixa. Grandes países como os Estados Unidos e Japão, para os quais a importância das transações internacionais era ainda limitada, optaram pela flutuação. Para economias menores e mais abertas, em especial países em desenvolvimento, com mercados financeiros rarefeitos, o câmbio flutuante era ainda mais volátil e desestabilizador (EICHENGREEN, 2000, p.184).

Conforme a Figura abaixo, de um total de 148 países em 1984, 53% possuíam regimes de taxa de câmbio fixa, 14% regimes de flutuação administrada e somente 8% regimes de flutuação independente. Por sua vez, em 1994, os regimes de flutuação independente já representavam 33% de um total de 178 países.

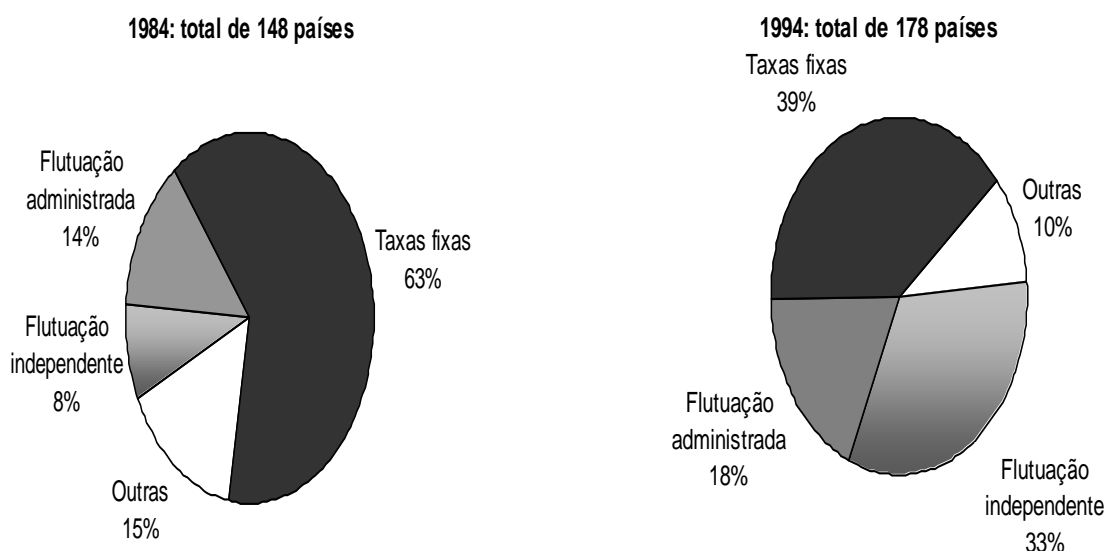


Figura 2 Políticas de câmbio em 1984 e 1994  
Fonte: Eichengreen (2000, p. 250).

Com o fim das taxas de câmbio “ajustáveis” entre as economias mais industrializadas, o setor privado passou a assumir os riscos cambiais, o que, por sua vez, estimulou o mercado de câmbio e de seus derivativos. O processo de desregulamentação financeira, acompanhado pelo surgimento de inovações financeiras, pela livre mobilidade de capitais e a flexibilidade e volatilidade das taxas de juros e de câmbio, reduziu a capacidade das políticas macroeconômicas domésticas elevando a fragilidade financeira sistêmica.

Conforme Beluzzo e Coutinho (2004), ciclos com base em inflação de ativos, sob um comportamento rentista e com uma realimentação mais rápida e robusta - devido ao avanço da informática e o volume e a velocidade dos capitais - acarretaram inconsistências entre processos de inflação de ativos, valorização cambial (determinada pela dinâmica da conta capital e financeira) e a situação dos balanços de pagamentos. Ademais, as taxas de juros e de câmbio se tornaram cada vez mais “endogenizadas”, devido, sobretudo, à flutuação cambial e à mobilidade e liquidez abundantes, com súbitas mudanças nas expectativas dos agentes.

Tal processo levou a uma mudança na composição da riqueza social. A posse de ativos financeiros, tanto das famílias quanto de empresas, se elevou consideravelmente, tendo como resultado implicações sobre as relações macroeconômicas. Em suma, um maior número de agentes centrados na variação dos preços dos ativos possibilitou bruscas flutuações no consumo e no investimento, elevando a incerteza.

Impulsionados pela desintermediação no mercado financeiro dos Estados Unidos, os bancos comerciais daquele país expandiram-se geograficamente, o que permitiu a segmentação de produtos e uma maior influência nos preços dos mercados financeiros (DYMSKI, 2008). Essa expansão ocorreu, inicialmente, através do processo de reciclagem dos “petrodólares”<sup>27</sup> para os países em desenvolvimento, sobretudo os da América Latina, por meio de empréstimos via instrumentos de securitização da dívida<sup>28</sup>.

Contudo, com os choques do petróleo e a inflexão na orientação da política monetária dos Estados Unidos, um forte enxugamento da liquidez internacional interrompeu novos financiamentos, dificultando o processo de rolagem das dívidas e desencadeando fugas de capitais dos países em desenvolvimento. As consequências foram as crises cambiais e posteriores crises das dívidas dos países latino-americanos da década de 1980<sup>29</sup>.

As décadas de 1980 e 1990 são marcadas pela consolidação da ideologia “neoliberal”. Com base no “Consenso de Washington”<sup>30</sup>, as políticas macroeconômicas foram regidas sob

---

<sup>27</sup> Os países exportadores de petróleo buscavam fontes rentáveis para suas reservas em dólares, ao passo que os países em desenvolvimento utilizaram-se desses recursos para financiar seus déficits em conta corrente.

<sup>28</sup> De acordo com Chesnais (2000), esse processo, o qual se convencionou chamar de “ditadura dos credores”, teve como “golpe de Estado” as medidas de liberalização financeira e dos mercados de títulos da dívida pública e da alta do dólar e das taxas de juros, implementadas entre 1979 e 1981 pelos Estados Unidos.

<sup>29</sup> De acordo com Dymski (2008), o processo de internacionalização dos bancos estadunidenses foi acompanhado por diversas crises financeiras.

<sup>30</sup> De acordo com Fiori (1998, p. 121), o “Consenso de Washington” foi um conjunto de reformas institucionais destinadas à desregulamentação e abertura das velhas economias desenvolvimentistas, ao passo que, o “Segundo Consenso de Washington” foi um fenômeno da década de 1990, caracterizando-se, sobretudo, pela liberalização dos fluxos internacionais de capitais com estratégias de crescimento com poupança externa (Bresser e Nakano, 2003).

a disciplina fiscal, privatizações, abertura econômica e programas de estabilização<sup>31</sup>. Não obstante, uma nova etapa da globalização parece ter sido ainda mais intensa e marcada por grande otimismo. Políticas de liberalização financeira, consolidadas a partir do que se convencionou chamar de “Segundo Consenso de Washington”, tiveram como principal justificativa à possibilidade de financiamento do crescimento econômico para as economias em desenvolvimento.

Dessa forma, a recomendação sugerida para os países em desenvolvimento foi de que esses deveriam controlar o déficit orçamentário e aprofundar as reformas liberais a fim de receber financiamento dos países desenvolvidos<sup>32</sup>, atraídos principalmente pela taxa mais elevada de retorno do capital daqueles países, possibilitando, assim, uma convergência do crescimento econômico. Sob essa perspectiva, ignoravam-se os argumentos favoráveis à adoção de controle de capitais, tais como a redução do efeito contágio de crises financeiras.

De acordo com Chesnais (2000), a restauração do poder das finanças resultou em um descolamento do capital financeiro da esfera produtiva. Instituições especializadas tornaram-se as proprietárias (proprietários acionistas) dos grandes grupos, que, sob uma estratégia de valorização acionária, pressionaram por uma maior flexibilidade e rentabilidade de curto prazo das empresas em detrimento de investimentos de longo prazo. Essas instituições, denominadas de investidores institucionais “fizeram da centralização dos lucros não reinvestidos das empresas e das rendas não consumidas das famílias, especialmente os planos de previdência privados e a poupança salarial, o trampolim de uma acumulação financeira de grande dimensão” (CHESNAIS, 2000, p. 36)<sup>33</sup>.

Conforme destaca Carvalho (2004), essa etapa é acompanhada por uma mudança importante na postura do FMI. O FMI passa a sugerir não só as conhecidas políticas de ajustes - políticas econômicas restritivas -, mas também uma série de reformas estruturais pontuais aos países com dificuldades financeiras. Muitas destas, por sua vez, encontraram-se ancoradas na defesa da causa da liberalização financeira, estimulando a livre circulação internacional de capitais de qualquer natureza e pressionando para desmontar controles e restrições sobre operações cambiais e financeiras, uma vez que, “a ideologia encontrava-se muito mais

---

<sup>31</sup> Segundo Cervo (2000), nos países latino-americanos essa transição significou o fim do Estado desenvolvimentista e a adoção de um processo de modernização concebido pelo centro em substituição à formulação da inteligência local, consubstanciada, sobretudo no tradicional pensamento de origem cepalina.

<sup>32</sup> Segundo Bresser e Nakano (2003), além desta percepção “ignorar” o problema de um aumento do déficit em conta corrente associado à entrada de capital estrangeiro, a poupança externa não aumenta necessariamente a taxa de investimento, entre outros fatores, pelo limite do endividamento externo.

<sup>33</sup> No fim da década de 1990 o volume de ativos financeiros em posse dos investidores institucionais representava cerca de 140,0% do PIB dos países da OCDE, ultrapassando US\$ 36 trilhões (Chesnais, 1998).



próxima das posturas defendidas pelo tesouro dos EUA, rompendo com sua visão inicial”<sup>34</sup> (CARVALHO, 2004, p. 188).

Deste modo, o processo de abertura e integração financeira das economias emergentes ocorre por meio de reformas estruturais, acompanhadas por planos de estabilização, em sua maioria envolvendo a utilização de taxas de câmbio fixas ou relativamente fixas<sup>35</sup>, sob um contexto de elevada vulnerabilidade externa.

Conforme Prates (2005), a maior vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento nos anos de 1990 esteve associada, sobretudo, ao caráter assimétrico do sistema monetário e financeiro internacional<sup>36</sup>. Por um lado, os países em desenvolvimento seriam os mais afetados pela volatilidade inerente aos fluxos recentes de capitais, uma vez que o volume e a direção desses fluxos são determinados principalmente por uma dinâmica exógena a esses países, qual seja, o ciclo econômico e a política monetária dos países centrais e as decisões de aplicação e resgate dos investidores globais. Por outro, o raio de manobra dos países em desenvolvimento para adotar políticas anticíclicas teria se tornado menor, o que dificulta a redução da vulnerabilidade frente à reversão desses fluxos e às crises financeiras.

O Gráfico 7 mostra o fluxo líquido de capitais para os países emergentes entre 1990 e 2009. Conforme se pode observar, os fluxos de capitais para as economias emergentes apresentaram tendências bastante distintas no período precedente à crise mundial de 2008 (1990-2007). De acordo com Cunha (2009), esse período foi marcado pelo comportamento cíclico e contraditório dos fluxos de capitais para as economias emergentes, com curtos períodos de euforia financeira com forte crescimento econômico e relativa estabilidade, seguidos por crises e elevadas flutuações nos principais preços macroeconômicos.

---

<sup>34</sup> Esse argumento é reforçado por Stiglitz (2000), ao destacar a “inconsistência” dos diagnósticos e das recomendações do FMI na crise asiática em 1997.

<sup>35</sup> Uma análise sobre as crises monetário-cambiais ao longo da segunda metade dos anos 1990 pode ser encontrada em Ferrari-Filho e Paula (2003).

<sup>36</sup> Prates (2005) destaca que essa assimetria ocorre nas esferas monetárias e financeiras de natureza centro-periferia, o qual se tornou mais perversa devido ao perfil mais volátil e especulativo dos fluxos de capitais com o processo de globalização financeira.



Gráfico 7. Fluxo líquido de Capitais (US\$ bilhões), economias emergentes, 1990-2009  
 Fonte: IMF, World Economic Outlook (2010).

De acordo com o Gráfico acima, os fluxos privados e o investimento direto externo (IDE) para as economias emergentes aumentaram consideravelmente no início da década de 1990. Entretanto, na segunda metade dos anos 1990 e início dos anos 2000, os mercados financeiros internacionais caracterizaram-se por uma forte instabilidade e os fluxos privados para os países emergentes reduziram-se substancialmente. No início dos 2000, mais especificamente a partir de 2002, os fluxos de capitais retornaram para os países emergentes, porém em volume e intensidade muito maiores que os verificados no início dos anos 1990.

A instabilidade verificada na segunda metade da década de 1990 e no início dos anos 2000, expressa nas sucessivas crises, México (1994), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999), Argentina (2000) e Turquia (2002), para citar as mais importantes em termos de desdobramentos, teve como resultado uma relativa contração dos fluxos financeiros, sobretudo para os países em desenvolvimento. É importante destacar que, na maior parte dos países em crise, os impactos foram aprofundados pela adoção de políticas macroeconômicas restritivas, tais como o aumento da taxa de juros, o corte de gastos públicos e o aumento de impostos, consideradas como uma pré-condição para o retorno dos fluxos de capitais externos.

Na interpretação de Krugman (2009) o “medo dos especuladores” e o “jogo” de confiança dos mercados financeiros teriam impedido a utilização das tradicionais políticas contracíclicas. Nesse sentido, a adoção dos países e a imposição por parte do FMI de políticas pró-cíclicas em detrimento de políticas contracíclicas estariam associadas à percepção da necessidade de reconquistar a confiança dos mercados.

Contudo, a elevada instabilidade desse período, bem como a falta de um consenso acerca da relação entre o processo de globalização e o crescimento econômico, não foram suficientes para levar a uma revisão dos marcos institucionais do processo de abertura financeira<sup>37</sup>.

Em contraste com a década de 1990, os anos 2000 foram de relativa estabilidade e crescimento para a economia mundial. Conforme mostra o Gráfico 8, abaixo, as taxas de crescimento da economia mundial, que durante a década de 1990 foram relativamente baixas e instáveis, passaram a assumir uma tendência crescente a partir de 2001. A taxa de crescimento do PIB mundial aumentou de pouco mais de 2% em 2001 para 5,5% em 2007.

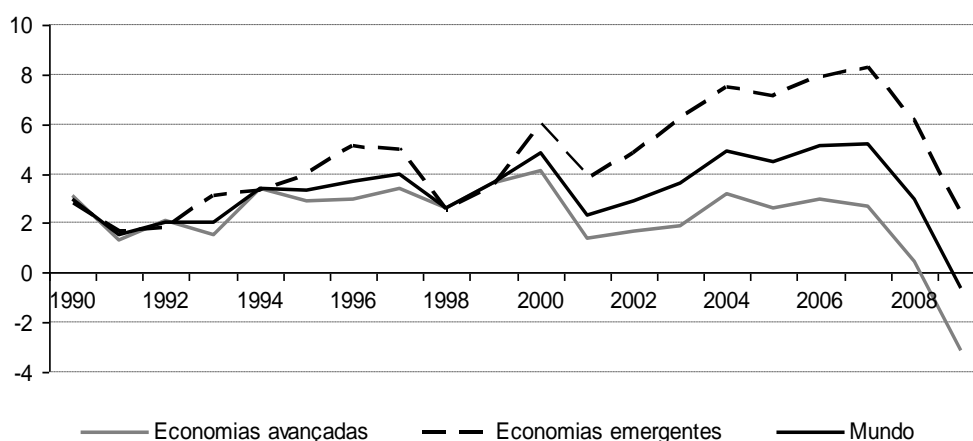


Gráfico 8. Crescimento do PIB anual (variação %), 1990-2009

Fonte: IMF, World Economic Outlook (2010).

Com se pode observar no Gráfico acima, a participação dos países em desenvolvimento no PIB mundial aumentou considerável durante os anos 2000. Em 2006 a taxa de crescimento das economias emergentes chegou a 8%, ao passo que as economias avançadas apresentaram um crescimento da ordem de 2,5%. Cabe destacar que um fator importante nessa conjuntura de expansão foi o enorme crescimento da economia chinesa. Entre 2000 e 2007 o crescimento médio da China foi acima de 10% ao ano<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> Ver, por exemplo, Cunha (1999 e 2009).

<sup>38</sup> Nesse particular, Dooley *et al* (2005) afirmam, com base na hipótese de Bretton Woods II, que a evolução do sistema financeiro internacional teria levado a uma nova relação centro-periferia. Nesta nova relação, os Estado Unidos atuariam tanto como intermediário financeiro como promotor do crescimento: por um lado, mantendo elevados níveis de demanda por produtos da periferia; por outro, os países periféricos acumulariam reservas em ativos financeiros denominados em dólares (títulos do Tesouro Americano) financiando assim os recorrentes déficits em conta corrente.

De acordo com Cunha (2009), após o período de forte instabilidade, algumas tendências pareceram se consolidar entre as economias emergentes, tais como: (i) a busca de redução da vulnerabilidade externa por meio do sobre acúmulo de reservas oficiais; (ii) intervenções sistemáticas nos mercados cambiais, a despeito da adoção formal de regimes de câmbio flutuante; (iii) uma atuação mais ativa dos Bancos Centrais nos mercados de divisas; e (iv) a conformação de acordos regionais de cooperação monetária e financeira. Esse padrão possibilitou a melhora da situação em conta corrente daquelas economias que, em um passado recente, apresentavam elevada vulnerabilidade e fragilidade externa.

A Tabela 3, abaixo, mostra a disparidade entre o resultado em conta corrente das economias avançadas e emergentes nos anos 2000. De acordo com a referida Tabela, o resultado em conta corrente das economias emergentes aumentou significativamente ao longo dos anos 2000. Essa situação consolidou uma tendência de crescimento dos países emergentes como credores dos países avançados sem precedência.

Tabela 3. Resultado em conta corrente e reservas internacionais dos países emergentes, US\$ bilhões, 2000-2008

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Conta Corrente economias avançadas</b>	-270,0	-223,4	-219,2	-219,1	-220,3	-408,5	-458,9	-365,3	-533,1
EUA	-417	-398	-459	-522	-631	-749	-804	-727	-706
<b>Conta Corrente emergentes</b>	93,2	48,0	80,7	149,6	223,8	448,3	659,7	664,5	724,6
Ásia	42	39	67	85	93	168	288	414	424
América Latina	-49	-54	-17	9	22	35	48	13	-30
Oriente Médio	72	40	28	56	97	203	263	265	345
África	9	1	-8	-4	2	15	52	32	32
Europa Central e Leste	-29	-11	-19	-32	-53	-59	-87	-131	-155
<b>Reservas Internacionais (emergentes)</b>			1.072,9	1.395,6	1.848,5	2.339,6	3.095,8	4.308,4	5.552,7

Fonte: IMF, *World Economic Outlook* (2010) e Prates e Cintra (2009).

Como se pode observar pela Tabela acima, o superávit das economias emergentes passou de US\$ 93 bilhões em 2000 para US\$ 724 bilhões em 2008. Somente a Ásia respondeu por mais da metade desse superávit (US\$ 414 bilhões). As reservas internacionais em posse das economias emergentes aumentaram, por sua vez, mais de US\$ 4,0 trilhões entre 2002 e 2008. Os países do leste europeu, contudo, seguiram uma tendência inversa. Nos anos 2000 esses países acumularam expressivos déficits em transações correntes tornando-se

fortemente dependentes dos fluxos de capitais externos para fechar seus balanços de pagamentos<sup>39</sup>.

As economias avançadas apresentaram da mesma forma uma piora do resultado em transações correntes. Entre 2000 e 2008 o déficit acumulado em conta corrente das economias avançadas foi de mais US\$ 2,9 trilhões. No que diz respeito especificamente aos Estados Unidos, este país passou a assumir uma posição de devedor líquido global. Em 2006 o déficit em conta corrente dos Estados Unidos atingiu US\$ 804 bilhões, representando cerca de 6% do PIB. Os ativos e passivos dos Estados Unidos com relação ao exterior passaram de 52% e 57% do PIB, em 1996, para 128% e 145% em 2007, respectivamente (KRUGMAN, 2008, p. 185).

Diante de tal conjuntura intensificaram-se os desequilíbrios internos e entre as principais economias. Tais desequilíbrios, como se sabe, tendem a acentuar a instabilidade dos mercados financeiros e monetários (UNCTAD, 2009). As sucessivas crises e a subsequente tendência de adoção de políticas macroeconômicas “defensivas” e os fortes desequilíbrios entre as principais economias, levaram a busca por novos mercados “especulativos”, tal como o promissor mercado de hipotecas norte-americano. Assim, as condições já haviam sido criadas, a questão estava em como ampliar esse mercado.

#### 4.3 ASCENSÃO E QUEDA DO MERCADO DE *SUBPRIME*

##### 4.3.1 Desregulamentação, engenharia financeira e alavancagem do crédito

Para Kregel (2008), a nova estrutura de financiamento habitacional estadunidense, baseada na evolução de um sistema desregulado e no desenvolvimento de novos instrumentos de financiamento, teve um papel fundamental na origem da crise financeira do *subprime*. Com a desregulamentação e o fim do suporte governamental<sup>40</sup>, diminuiu-se a participação dos

---

<sup>39</sup> Como será visto adiante essa dependência contribuiu para a elevada exposição dos mercados financeiros daquela região aos derivativos financeiros originados no mercado de hipotecas *subprime*. Ademais, de acordo com Prates e Cintra (2009), esses fluxos fomentaram ciclos de crédito e bolhas imobiliárias elevando a fragilidade financeira dos respectivos sistemas bancários.

<sup>40</sup> Antes da desregulamentação, o mercado contava com o apoio de instituições governamentais no mercado secundário de hipotecas, conhecidas como *Government-Sponsored Enterprises* (GSEs). A *Federal National Mortgage Association* (Freddie Mae), criada em 1938 pela administração Roosevelt, comprava hipotecas dos

“*Thrifits*”<sup>41</sup> a favor dos mercados desregulamentados, principalmente investimentos de *Wall Street*. Isto induziu uma elevada competição em ambos os lados dos negócios financeiros, contraindo os lucros bancários e resultando em um processo de maior alavancagem<sup>42</sup>. A expansão desse mercado possibilitada pelo acréscimo da participação das empresas e dos fundos *hedges* e de pensão elevou a fragilidade financeira sistêmica.

De acordo com Wray e Tymoigne (2008), o novo modelo bancário, denominado de “*originate and distribute*”, tem como principal objetivo estabelecer uma relação de longo prazo entre devedores e emprestadores, através de: (i) “*loan-officer desk*”, onde se avalia a qualidade dos projetos de tomadores de empréstimos e sua viabilidade futura e (ii) “*position-making desk*”, com a função de administrar e refinar as posições em ativos tomadas pelos bancos. A partir dessa nova dinâmica, podem-se verificar novidades no modelo bancário de financiamento, como (i) a tendência a superestimação estimulada pela distribuição de instrumentos financeiros e (ii) o desenvolvimento de técnicas de melhoria de crédito, a partir de créditos consignados e de “*overcollateralization*” (WRAY; TYMOIGNE, 2008, e DYMSKI, 2008). Ainda de acordo com os autores, os lucros dos bancos seriam determinados principalmente na *position-making desk*, a partir de instrumentos financeiros como *Mortgage backed bond* e *Collateralized mortgage obligations*, e, desta forma, muitos bancos operavam sem o *loan-officer desk*.

A queda da participação dos bancos em detrimento de outras instituições financeiras<sup>43</sup> teve como resultado a criação de novos instrumentos financeiros de dívida e securitização. Diferentemente dos instrumentos de *mortgage-backed bonds*, inicialmente utilizados pelos “*Thrifits*”, as *Mortgage-backed securities* funcionavam como um veículo de financiamento habitacional. Estas, por sua vez, se baseavam em um total desconhecimento das condições reais das hipotecas, o qual somente era possível através de um mecanismo de securitização (*pass-through security*). Neste, os investidores adquiriam parte dos riscos e de um possível

---

bancos escrituradas por eles mesmos; a *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)*, criada em 1968 com a reestruturação do suporte governamental no mercado habitacional, garantia o pagamento das hipotecas originais a partir de programas especiais de suporte de hipotecas, como, por exemplo, empréstimos para militares veteranos; e a *Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac)*, que em 1970 se uniu a *Freddie Mae*, prestava serviços similares.

<sup>41</sup> Este termo diz respeito ao código 3-6-3 (*The Thrifits*), como uma representação da rotina dos banqueiros que dominaram o mercado habitacional naquele período. Conforme Kregel (2008, p. 4): “*It signified issue savings deposits at three percent, lend them out on thirty-year house mortgages at six percent, and be on the golf course by three o'clock*”.

<sup>42</sup> De acordo com Carvalho (2009), as baixas taxas de juros dos Estados Unidos ao longo das décadas de 1980 e 1990 contribuíram para os baixos ganhos dos bancos.

<sup>43</sup> Como já foi mencionado, essas novas instituições estariam associadas aos fundos privados, conhecidos como investidores institucionais (Fundos *hedge* e Fundos Mútuos), relacionados, sobretudo, aos mercados maior de liquidez.

*default* a partir da distribuição de um fluxo de pagamentos. Desta forma, a decisão dos investidores baseava-se tão somente na rentabilidade e no prazo de maturidade dos títulos. Nas palavras de Ranieri (2000) *apud* Kregel (2008, p. 6):

...the goal was create an investment vehicle to finance housing in with the investor did not have become a home loan savant... No credit decisions were necessary. The credit mechanisms were designed to be bullet-proof, almost risk-free. The only remaining questions for the investors concerned their outlook on interest rates and their preferences on maturities.

Dymski (2008) ressalta, ainda, que na nova estrutura bancária os riscos dos bancos se elevaram consideravelmente. Com a emissão de ativos por outras instituições e a volatilidade cambial, os riscos, cambial, de liquidez e de *default* se exacerbaram, multiplicando-se através do uso de instrumentos derivativos.

Para excluir os riscos de seus balanços, os bancos recorreram aos chamados “produtos-estruturados” lastreados em crédito imobiliário, derivativos financeiros e derivativos de crédito, negociados, sobretudo, entre o sistema bancário tradicional e o sistema “sombra”<sup>44</sup>. Sem habilitação para obter recursos de depositantes para adquirir tais instrumentos, os integrantes do sistema “sombra” recorreram ao mercado de capitais através da emissão de títulos de curto prazo (*commercial papers*), comprados, principalmente, pelos fundos mútuos de investimentos (Prates *et al*, 2008).

Ademais, instrumentos de investimentos chamados de “*conduíte*”, títulos lastreados em ativos (*asset-backed-commercial-papers* - ABCP), emitidos com base em linhas de crédito baratas e de curto prazo de outros bancos, serviam para comprar ativos com altas taxas de retorno com obrigações colateralizadas (CDO). Estas, por sua vez, eram emitidas tendo como principal base de garantia as hipotecas *subprime*. De acordo com Prates *et al* (2008), o principal problema desses instrumentos financeiros é que eles dependiam da manutenção das linhas de crédito de curto prazo, resultando em uma estrita relação entre o mercado de capitais e de crédito, o que, devido a uma maior abrangência do endividamento, elevou o risco sistêmico.

Segundo Dymski (2008, p. 12), a partir desta lógica teriam se desenvolvido interações que explicam as origens da crise no mercado financeiro estadunidense:

---

<sup>44</sup> O *Shadow Banking System* (sistema “sombra”) é composto basicamente pelos grandes bancos de investimentos independentes, os fundos *Hedge*, fundos de pensão e as seguradoras. Um fator importante é que tais instituições não estão sujeitas às normas dos acordos de Basileia e nem possuem acesso aos seguros de depósitos e outras operações de desconto dos bancos centrais.

- Mudanças nas estratégias bancárias, com incremento de empréstimos apoiados pelos mercados secundários e na expansão de mercados através da inclusão de pequenos segmentos e segmentos de baixa renda;
- Práticas predatórias nos mercados de crédito historicamente excluídos (racial e social), através da utilização de altas taxas e penalidades, possibilitadas pelo desenvolvimento de instrumentos financeiros;
- E o crescimento contínuo dos preços dos ativos nos mercados financeiros, validados no mercado secundário a partir de securitizações baseadas em altos riscos e expandidos por outros tipos de securitizações, os quais tiveram como demandantes primeiros os fundos *hedges* e os fundos privados.

Com o incremento das atividades de *holdings* bancárias e financeiras, os lucros somente poderiam aumentar com o acréscimo das taxas originais de hipotecas. Diante do esgotamento da “reserva” de tomadores do segmento *prime* (requeridos pelas normas das GSEs), tiveram origem as hipotecas *subprime*, através dos famosos empréstimos “ninja”: “*no income*”, “*no job*” e “*no assets*”. Assim sendo, uma parcela da população sem renda, sem emprego fixo, sem ativos para dar como garantia e sem histórico de crédito para provar confiabilidade foi incorporada àquele mercado (CARVALHO, 2008).

Por um lado, artifícios foram usados para convencer as pessoas a tomar esses empréstimos<sup>45</sup>. Um mecanismo bastante empregado foi o “*adjustable-rate mortgages*” (ARM), no qual taxas de juros muito baixas eram cobradas nos primeiros anos do empréstimo, aumentando-as dramaticamente depois de algum tempo, o que fez com que muitas famílias aceitassem se endividar. Conforme mostra o Gráfico 9, abaixo, a participação de empréstimos *subprime* com a utilização do instrumento de ARM cresceu expressivamente entre 2001 e 2006. Em 2005 quase todos empréstimos *subprime* contavam com esse instrumento (93,3%).

---

<sup>45</sup> Segundo Kregel (2008), a expansão do mercado *subprime* foi acompanhada por fraudes nos documentos das hipotecas imobiliárias.



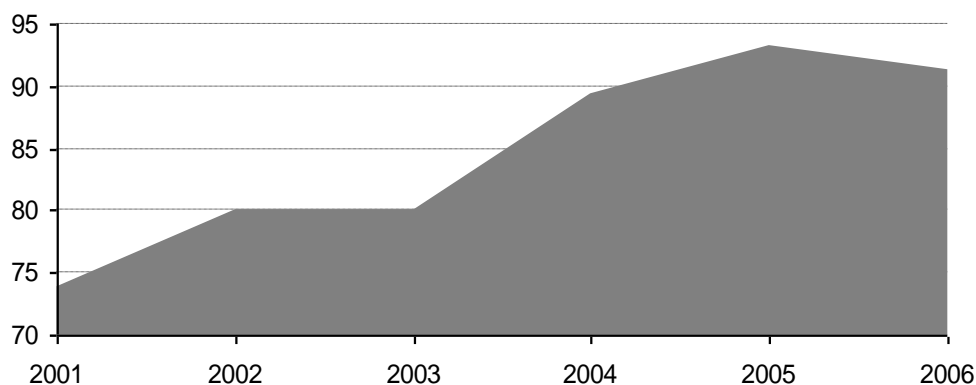


Gráfico 9. Parcela dos empréstimos subprime com ARM adquiridos nos Estados Unidos, 2001-2006  
Fonte: Kregel (2008, p. 15).

De outro lado, modelos com base na moderna teoria ortodoxa de financiamento mostravam aparentemente uma redução dos riscos no mercado hipotecário. Esses modelos “permitiam” calcular a probabilidade de sucesso dos empréstimos, se tudo mais se mantivesse como no presente. Como a economia norte-americana havia passado por um período de sustentada prosperidade na última década, com o emprego crescente ou estável na maior parte do tempo, esses modelos de crédito sugeriam que a economia se manteria assim (Carvalho, 2008). Como resultado, um valor enorme de empréstimos foi feito em hipotecas *subprime*. A Tabela 4, abaixo, apresenta o volume de hipotecas emitidas nos Estados Unidos entre 2001 e 2006.

Tabela 4. Hipotecas emitidas nos Estados Unidos, 2001-2006

Ano	Total de hipotecas emitidas (US\$ bilhões)	Hipotecas Subprime (US\$ bilhões)	Parcela do Subprime no total de hipotecas emitidas (% do valor)	Hipotecas Subprime Securitizedas (US\$ bilhões)	Percentual de Subprime securitizeda (% do valor)
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: Kregel (2008, p. 16).

Pela referida Tabela 4, o valor de hipotecas *subprime* aumentou mais de US\$ 400 bilhões entre 2001 e 2005. A participação do valor de hipotecas *subprime* no total de

hipotecas emitidas passou de 8,6% em 2001 para mais de 20% em 2006, sendo que a parcela securitizada dessas hipotecas chegou a mais de 81% em 2005, contra 50,4% em 2001.

Em suma, a engenharia financeira, acompanhada pela falha dos modelos de previsão, que se baseavam em experiências passadas num contexto de estabilidade, possibilitou a ampliação daquele mercado a partir de um processo de alavancagem de crédito e da incorporação de segmentos de risco subestimado pelas agências de classificação de risco. Nesse particular, Dymski (2007 e 2008) observa que, através de práticas predatórias, o sistema financeiro estadunidense proporcionou o sonho da casa própria para classes historicamente excluídas e altas rendas para os investimentos de elevados riscos.

#### **4.3.2 A queda do mercado de subprime e a crise financeira mundial de 2008**

No ano de 2006 muitos daqueles contratos do mercado hipotecário *subprime* tiveram suas taxas reajustadas. Somando-se a esse fator, a elevação da taxa básica de juros da economia norte-americana - a taxa passou de 1,0% em 2004 para 5,2% em 2006 – em um contexto de indícios de desaquecimento da economia, muitos agentes se viram incapacitados de honrar seus compromissos, desencadeando a crise no final de 2006.

No segundo trimestre de 2006, os preços das residências, que aumentaram significativamente ao longo dos anos 2000, começam a cair - as vendas, por sua vez, já vinham caindo desde o terceiro trimestre de 2005. De acordo com o Índice Nacional Case-Schiller de preços das residências, Gráfico 10, abaixo, no ano de 2007 a queda dos preços das moradias chegou a mais de 20%. Em 2008 os preços continuaram caindo, e em 2009 os preços representavam cerca de somente 70% do verificado no pico de 2006.

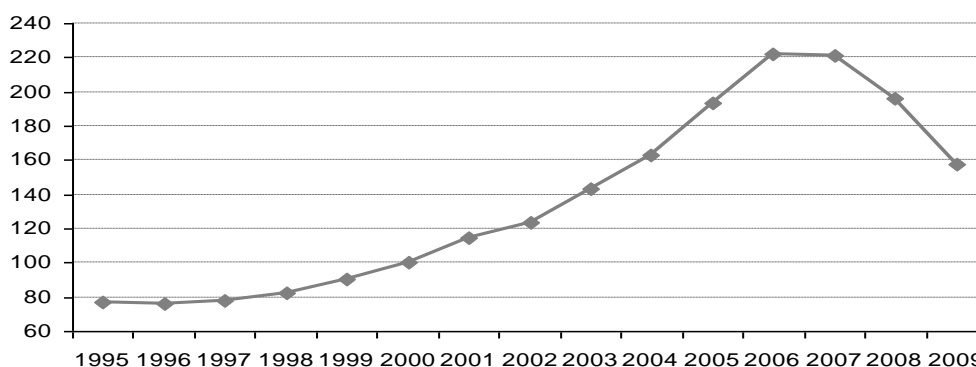


Gráfico 10. Índice de preços das residências nos Estados Unidos (janeiro de 2000 = 100), 1995-2009  
 Fonte: Standard & Poor's, Índice Nacional Case-Schiller. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com>.

Diante do aumento da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos relacionados às hipotecas de *subprime*, o *risco de crédito* ficou eminente. A percepção de que os empréstimos haviam sido feitos com base numa visão otimista demais da capacidade de pagamento daquela parcela que compunha o segmento *subprime* acarretou na reavaliação dos riscos, diminuindo a oferta de crédito.

A disseminação da percepção de que os investidores que compraram títulos baseados nessas hipotecas e outros investidores e instituições que compraram títulos similares estavam expostos a um *risco de liquidez* induziu a tensões financeiras generalizadas, com problemas de liquidez, decorrentes, sobretudo, da acumulação de perdas bancárias e da depreciação no valor dos ativos financeiros. A crise se propagou rapidamente pelo sistema financeiro estadunidense através das complexas inter-relações entre os mercados de crédito e financeiro, revelando as vulnerabilidades sistêmicas.

O acúmulo de elevada perdas levou a suspensão do modelo de financiamento de curto de prazo em que se baseavam aquelas posições, implicando em um processo de re-intermediação. Com a reavaliação dos riscos, essas operações interbancárias foram interrompidas, quebrando a cadeia de instrumentos “exóticos”. Sem demanda pelos títulos de altos riscos, os bancos tiveram que se desfazer de títulos “bons”, o que acelerou o processo de deflação dos ativos e as perdas no sistema financeiro (BIS, 2008).

A tentativa de venda em massa desses papéis contagiou os demais ativos do mercado de capitais, resultando em uma *crise patrimonial*. Essas tensões intensificaram-se com a grave crise de liquidez do banco Bear Stearns, absorvido posteriormente pelo banco JP Morgan Chase. A queda dos empréstimos interbancários e o aumento dos custos de captação levaram a perdas no setor privado que se viu em dificuldades de saldar as dívidas, devido à alta

interdependência entre sistema financeiro e o de crédito. Os bancos de investimentos foram os mais afetados, face sua maior exposição àquelas classes de ativos.

As dificuldades financeiras, a contração do crédito e a falta de confiança na capacidade dos bancos diante de seus riscos de solvência e liquidez elevaram a preocupação de insolvência e risco de quebras bancárias. A perda da confiança nos mercados financeiros aprofundou-se com a dificuldade de identificar a magnitude das perdas, uma vez que, conforme mencionado anteriormente, a maior parte dessas operações não constavam nos balanços dos bancos .

O resgate das agências hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac e da seguradora American Insurance Group (AIG), e a falência de bancos de investimento como Bear Sterns e Lehman Brothers, de *Hedge Funds* e *Private Equities Funds*, levaram a perda de confiança generalizada nos mercados financeiros internacionais. A exposição dos instrumentos de dívida que estavam em circulação do Lehman Brothers e o anúncio da perda de mais de US\$ 1,0 bilhão por parte do fundo *Reserv Primary* revelaram a natureza sistêmica da crise, gerando uma crise de confiança geral sobre o setor bancário. Nos Estados Unidos, ordens de reembolso foram emitidas no mercado monetário, referente ao abandono por parte dos fundos no mercado norte-americano. Os fundos *Hedge* e de pensão e as seguradoras foram bastante afetados, registrando perdas de mais de 20% de seus patrimônios em 2008 (BIS, 2008).

A desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se propagou em âmbito global através de movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio e de derivativos. O resultado foi uma profunda instabilidade dos capitais internacionais, expressa em fugas de capital, pressões sobre o câmbio e queda dos preços das *commodities*. Contudo, os impactos desses efeitos ocorreram por diferentes vias, dependendo do tipo de interação (comercial e financeira) dos países com a economia mundial, sobretudo, no *boom* de 2000 (CUNHA, 2009).

As economias que conseguiram evitar grandes déficits em conta corrente ou registrar superávits (ver a Tabela 3), em particular as da Ásia e da América latina, se mostraram menos vulneráveis. Neste caso, as reservas internacionais ajudaram a mitigar os efeitos da crise no mercado financeiro internacional. Por outro lado, nas economias que vinham registrando persistentes déficits em conta corrente, o impacto foi bem maior (UNCTAD, 2009).

A Europa sofreu forte impacto devido à estrita relação entre seus mercados e os dos Estados Unidos. No caso de várias economias da Europa Central e do Leste, a elevada dependência dos fluxos de capitais externos e a elevada presença de bancos estrangeiros nos sistemas financeiros domésticos serviram como um canal adicional de contágio. A perda de confiança nos mercados financeiros teve como resultado a fuga de capitais daqueles países e a

liquidação de operações cambiais<sup>46</sup>, o que levou a desvalorizações cambiais e, conseqüentemente, dificuldades de curto prazo com relação a dívida. De acordo com *Institute of International Finance* (IIF), o fluxo líquido de capitais privados para aquela região caiu de US\$ 445 bilhões em 2007, para pouco mais de US\$ 20 bilhões em 2009.

O fato de outras regiões como a Ásia e América Latina não terem sofrido significativas crises bancárias e nem de balanço de pagamentos, bem como a situação macroeconômica saudável de muitas economias emergentes com um desempenho ainda favorável da atividade econômica em 2008, levou a muitos analistas defenderem a tese do “descolamento”. Em síntese, tal hipótese sugeria que esses países seriam capazes de sustentar seu dinamismo e de se manter “imunes” ao contágio da crise (Prates e Cintra, 2009). No entanto, a crise financeira se propagou intensamente através do contágio sobre os mercados de ações e obrigações e os preços dos produtos primários, bem como gerou pressões sobre as taxas de câmbio, e, por conseguinte, os balanços de pagamentos.

Como resultado, o crescimento mundial desacelerou abruptamente (ver o Gráfico 10). Em 2008 o grupo das economias mais avançadas (G-7) registrou uma variação do PIB quase nula (0,3%), ao passo que em 2009 o PIB contraiu-se 3,6%. Na área do Euro essa queda foi de 4,2%, chegando a 6,4% no leste Europeu. Nos Estados Unidos e Reino Unido, as retrações foram, respectivamente, de -2,7% e -4,4%.

A partir do quarto trimestre de 2008 diversas economias começaram a registrar queda no nível de preços. Nos Estados Unidos, o índice de preços ao consumidor (em relação ao período anterior) recuou 2,8%, no Canadá 1,5% e no G-7, 1,7%. Em 2009 os preços continuaram caindo em muitos países. No primeiro trimestre de 2009 a redução dos preços ainda foi bastante significativa em economias como a da Espanha (1,6%), Suíça (1,4%), Chile (1,7%) e Irlanda (3,0%). Ao longo de 2009 as quedas seguiram de forma dispersa, sendo que no terceiro trimestre de 2009 os preços já haviam deixado de cair em grande parte das economias(OECD, 2009a).

Como resposta ao efeito contágio da crise, diversos países adotaram um conjunto de medidas em sua grande maioria anticíclicas, contrastando claramente com o padrão seguido nas crises da década de 1990 e início dos anos 2000 (CUNHA, 2009). Nesse particular, paralelamente ao intenso debate que surgiu em torno da necessidade de reforma da arquitetura

---

<sup>46</sup> Essas operações estavam vinculadas a operações de arbitragem conhecidas como *carry trade* que se baseavam na captação de recursos em moedas com baixas taxas de juros, bem como no endividamento imobiliário nessas moedas (Prates e Cintra, 2009).

financeira internacional, alguns países tomaram medidas individuais para estabilizar os fluxos de capitais, tais como o uso de instrumentos de controle de capitais.

Em nível mundial, no mês de novembro de 2008 o G-20<sup>47</sup> ensaiou uma coordenação das políticas fiscais sob o plano mundial de recuperação e reforma, no qual constava uma previsão de aumento dos recursos do FMI e de novos empréstimos decorrentes de bancos multilaterais para o desenvolvimento e financiamento do comércio mundial. Tal encontro teve por objetivo central discutir a reforma da arquitetura financeira internacional. Dentre as principais proposta, destaca-se a do presidente do banco da China, claramente inspirada no Plano Keynes. Nesta, ele propunha a substituição do dólar por uma moeda de conta internacional, administrada também de forma global.

#### 4.4 MARCO INSTITUCIONAL E VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS SELECIONADAS

##### 4.4.1 Marco Institucional

O processo de globalização financeira permitiu a ampliação de atividades especulativas em um contexto de ausência de regras monetário-financeiras e cambiais estabilizantes em nível internacional. Com a integração dos mercados financeiros, as políticas econômicas tradicionais se tornaram insuficientes. Por um lado, os instrumentos de política econômica se mostraram frágeis para conter colapsos financeiros; por outro, as instituições internacionais remanescentes do período de Bretton Woods se mostraram incapazes frente a uma crise em nível mundial.

Os princípios básicos que nortearam o atual arcabouço regulatório centraram-se na auto-regulação e na governança corporativa através da classificação de ativos por agências de *rating* e modelos internos de precificação baseados em mecanismos microeconômicos. Em suma, a avaliação dos riscos era feita por instituições privadas, seguindo uma lógica de gestão de riscos em nível microeconômico, em que os riscos eram tratados individualmente sem

---

<sup>47</sup> O G-20 é o grupo formado por representantes das 19 maiores economias do mundo (África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia) e da União Européia.

considerar suas interconexões. A dispersão das exposições dos riscos proporcionou uma diversificação meramente ilusória na cadeia, uma vez que o sistema como um todo esteve exposto a concentrações de riscos avaliados de forma incorreta (BIS, 2008, p. 59).

No que diz respeito aos Estados Unidos, a desregulamentação financeira permitiu a constituição de um sistema paralelo (“sombra”), no qual instituições atuavam sem controle e supervisão e sem garantias de socorro por parte das autoridades. Tal fato possibilitou a expansão e distribuição de instrumentos de securitização, os quais foram disseminados pelos fluxos financeiros e pelas estratégias das firmas, bem como pelos desequilíbrios de pagamento internacional. Nesse contexto, verificou-se uma exacerbação das fases do ciclo econômico, tal que nos períodos de expansão existiu uma maior possibilidade de alavancagem, e em períodos de desaceleração ocorreu uma menor disponibilidade de recursos.

#### **4.4.2 Mercado de ações**

O mercado de ações sofreu forte impacto com o processo de deflação de ativos no decorrer do ano de 2008. A tendência de crescente valorização dos preços das ações, verificada nos últimos anos, se reverteu ao final de 2007. Conforme mostra o Gráfico abaixo, somente entre maio e outubro de 2008 as perdas nas 51 bolsas de valores alcançaram em torno de US\$ 30,0 trilhões - uma redução de quase 50%. A tendência de queda se acentuou em junho de 2008 e seguiu até os primeiros meses de 2009, quando os mercados começaram a apresentar um comportamento de recuperação. Ou seja, os mercados de ações registraram perdas substanciais por aproximadamente um ano.

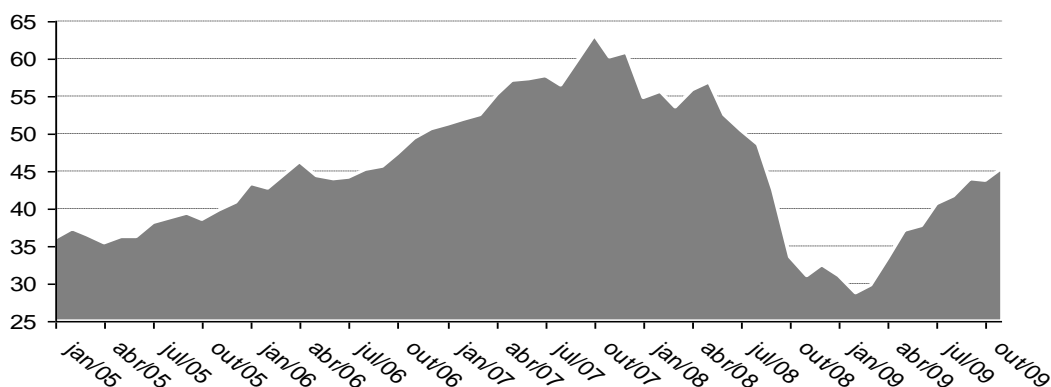


Gráfico 11. Capitalização de 51 Bolsas de Valores (US\$ trilhões), mensal, 2005 a 2009\*

Fonte: Federação mundial das bolsas de valores.

Nota: (\*) Novembro últimos mês.

Segundo os dados da Federação mundial das bolsas de valores, a variação das cotações em dezembro de 2008, com relação a dezembro de 2007, chegou a -56,8% na BM&F BOVESPA e -44,0% na NASDAQ OMX. Em outubro de 2008, o índice S&P 500 atingiu o seu valor mais baixo, registrando uma variação de -56,8%. Na Europa, essas quedas foram de: 51,4% na London SE; 59,9% na Luxemburgo SE; 54,7% na NASDAQ OMX Nordic Exchange; e 50,2% na NYSE Euronext. Na Ásia, as quedas na National Stock Exchange Índia e Hong Kong Exchange alcançaram, respectivamente, 63,8% e 49,9%.

Todavia, no início de 2009, os mercados de ações, seguindo uma tendência inversa dos vários resultados negativos que marcaram os primeiros meses, principalmente do comércio mundial e da produção industrial, voltaram a apresentar um elevado otimismo. Em algumas bolsas de valores, a recuperação foi bastante forte. A BM & F BOVESPA, por exemplo, valorizou-se mais de 100%, entre janeiro e novembro de 2009.

#### 4.4.3 Comércio Internacional

Em 2008 o crescimento do comércio mundial ainda foi positivo, 2,4%, sendo que as exportações das economias em desenvolvimento cresceram 4,6%, resultado bastante menor que os 7,2% verificados em 2007. No entanto, os efeitos da crise em 2009 foram severos sobre o comércio mundial.



De acordo com o Gráfico abaixo, o volume do comércio mundial apresentou uma retração de aproximadamente 20,0% como consequência da forte redução na demanda mundial. Somente entre setembro de 2008 e janeiro de 2009 o volume do comércio mundial diminuiu cerca de 16%.

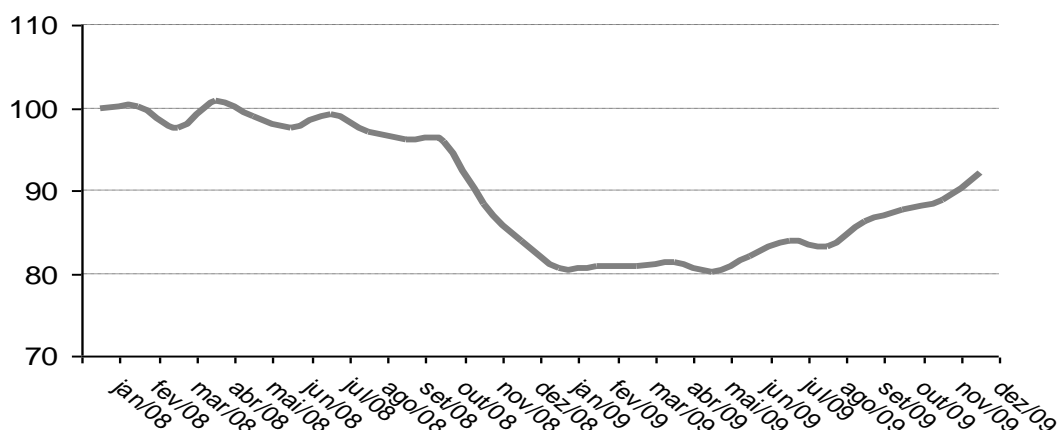


Gráfico 12. Volume do comércio mundial (janeiro/2008 = 100), janeiro/2008 - dezembro/2009

Fonte: World-trade monitor. Disponível em ([http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/t\\_rademonitor.html](http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/t_rademonitor.html)).

Com a crise todas as regiões do mundo sofreram quedas em suas exportações. Em 2009 a queda do volume exportado pelo grupo das sete maiores economias (G-7) ultrapassou 19,0%; na área do Euro essa queda foi de 16,8% e nas economias emergentes a redução chegou a 7,8% (IMF-WEO, 2010). O primeiro trimestre de 2009 foi o período de maior queda nas exportações do G-7, -23,8%: a queda nas exportações japonesas chegou a 42,1%, na Itália a 26,6% e nos Estados Unidos a 17,7%

No que diz respeito ao valor do comércio mundial, a redução foi ainda maior. De julho de 2008 a setembro de 2009, registrou-se uma contração de mais de 30,0%, dos quais 16,0% devido à redução nos preços. A queda no valor exportado das economias emergentes chegou a 32,8% e nas economias avançadas a 28,1%. A América Latina foi a região que mais sofreu com a diminuição dos preços das exportações, 21,7%.

Após se estabilizar em 2009 – entre janeiro e maio de 2009, o volume do comércio mundial permaneceu em torno de 20% abaixo do registrado antes da crise –, o comércio mundial começou apresentar uma tendência de recuperação. Em dezembro de 2009 o seu volume já representava mais de 90% do verificado em janeiro de 2008.

#### 4.4.4 Produção Industrial

No segundo trimestre de 2008 a produção industrial mostrou sinais de redução em algumas das principais economias. De acordo com o Gráfico abaixo, a produção industrial do G-7 caiu 2,4% em 2008, ao passo que na área do Euro essa redução foi de 1,7%. Nos Estados Unidos a redução nesse período foi de 0,4%, no Canadá 4,7% e na Espanha chegou a 5,3%, sendo que ao final de 2008 a Espanha registrou uma redução de mais de 16% na produção industrial.

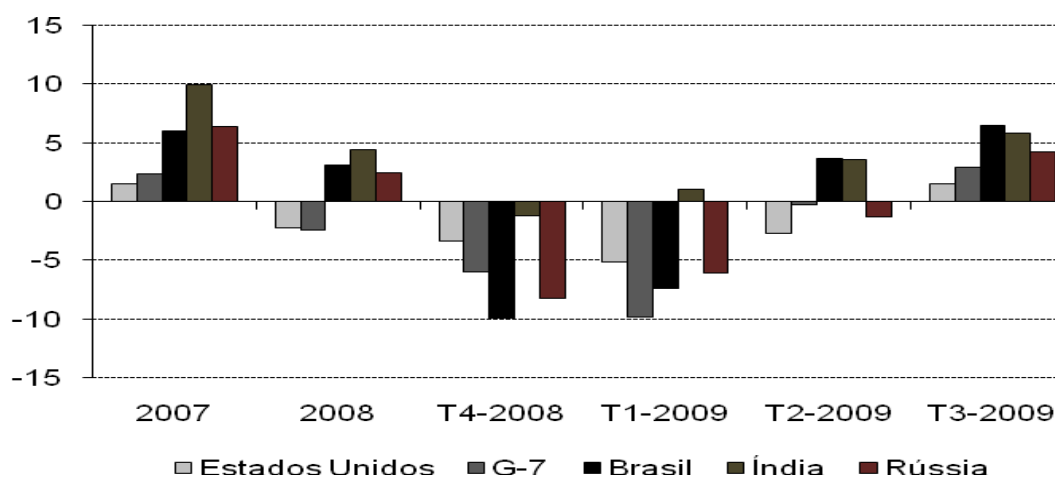


Gráfico 13. Produção Industrial (taxa de crescimento com relação ao mesmo período do ano anterior), 2007-2009

Fonte: OECD (2009a).

Conforme o Gráfico acima, o último trimestre de 2008 foi o período de redução mais forte para Brasil – a produção industrial no Brasil diminuiu quase 10,0% –, Índia e Rússia, enquanto que o primeiro trimestre de 2009 marcou as maiores quedas nas economias avançadas: a produção industrial foi 32,8% menor no Japão e 5,13% menor nos Estados Unidos. No G-7 a redução no período foi de 9,8% e na área do Euro de 8,7%.

Contudo, a partir do segundo trimestre de 2009, a produção industrial começou a apresentar indícios de recuperação, tal que, já no terceiro trimestre de 2009, a produção industrial voltou a crescer de forma dinâmica.

#### 4.4.5 Emprego

Em 2009 praticamente todas as economias registraram aumento em suas taxas de desemprego. Segundo o Gráfico abaixo, a taxa de desemprego nos Estados Unidos aumentou mais de 5,0% entre 2007 e 2009: a referida Taxa passou de 4,6% em 2007, para 5,8% em 2008 – no quarto trimestre de 2008, já era de 6,9% –, ao passo que em 2009 o desemprego continuou aumentando, chegando a 10,0% em novembro de 2009.

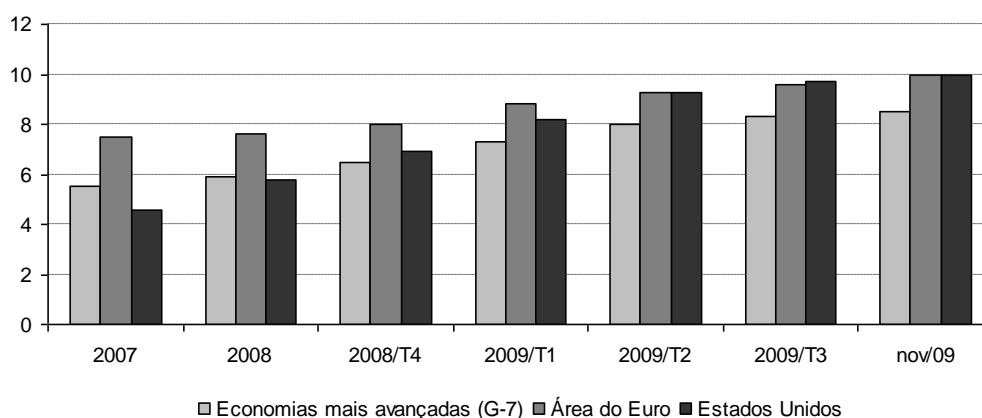


Gráfico 14. Taxa de desemprego (em % da população economicamente ativa), 2007-2009  
Fonte: OECD (2009b).

A taxa de desemprego na área do Euro foi de 10% em 2009. A Espanha registrou a maior elevação: 19% em 2009 contra 8% em 2007. Outros países, também apresentaram taxas elevadas de desemprego; por exemplo, as taxas de desemprego na Itália e França chegaram a 8,3% e 10%, respectivamente.

Segundo estimativas da Organização Internacional do Trabalho (Panorama Laboral 2009, América Latina e Caribe), em 2009 foram reduzidos mais de dois milhões de postos de trabalho somente na América Latina. O Brasil foi o único país da América Latina no qual a taxa de desemprego caiu nos segundo e terceiro trimestres de 2009.

#### 4.4.6 Políticas Fiscal e Monetária

Em 2008 verificou-se uma rodada de iniciativas de políticas econômicas pelos principais bancos centrais através de uma operação coordenada das políticas monetárias. Os Estados Unidos, por exemplo, concederam permutas financeiras para apoiar moedas de países emergentes. Ademais, foram implementadas ações de promoção de liquidez através de condições monetárias e creditícias, bem como operações de resgate de empresas com importância sistêmica, em especial as do sistema financeiro.

Diante da magnitude da crise, muitos países reduziram suas taxas de juros. No Brasil, por exemplo, a taxa básica de juros (Selic) caiu de 12,75% para 8,75% em 2009. O Gráfico 15, abaixo, mostra a queda das taxas de juros de curto prazo nos Estados Unidos e na área do Euro.

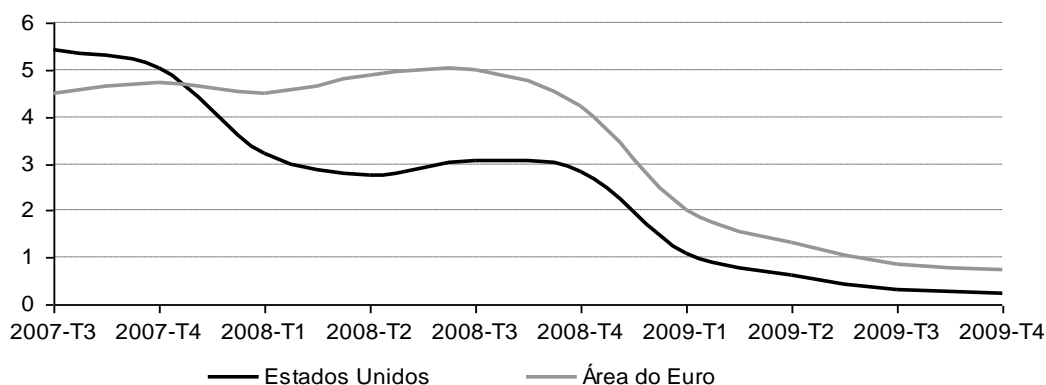


Gráfico 15. Taxa de juros de curto prazo (trimestral), Estados Unidos e Área do Euro, 2007-2009  
Fonte: OCDE (2009a).

Explorando o Gráfico 16, a taxa de juros nos Estados Unidos passou de 5% no quarto trimestre de 2007 para 3% no primeiro trimestre de 2008. Em 2009 a taxa de juros diminuiu novamente, ficando abaixo de 1% durante todo ano. Na área do Euro a taxa de juros manteve-se acima de 4% até o final de 2008. Contudo, no primeiro trimestre de 2009 a referida Taxa caiu para menos de 2%, e no terceiro trimestre para menos de 1%.

Entretanto, as injeções monetárias e as reduções nas taxas de juros não foram suficientes para conter os impactos da crise financeira sobre a economia mundial. Diante da percepção generalizada de que a crise não tinha resultado somente em problemas de liquidez, mas também de solvência (crise patrimonial), a maioria dos governos adotou políticas fiscais contracíclicas com objetivo de mitigar os efeitos da crise sobre o lado real da economia.

A queda na demanda agregada e no emprego levou a adoção de pacotes fiscais, no qual o volume de recursos utilizados em 2009 chegou a 3,7% do PIB nos países desenvolvidos. Na China, por exemplo, o socorro fiscal atingiu o montante de 13% do PIB.

O Gráfico 16, a seguir, mostra o aumento do déficit fiscal em percentagem do PIB das economias do G-20, devido, principalmente, às medidas fiscais implementadas pelas referidas economias para mitigar os efeitos da crise de 2008. Os dados que seguem para 2009 e 2010 são projeções feitas pelo FMI.

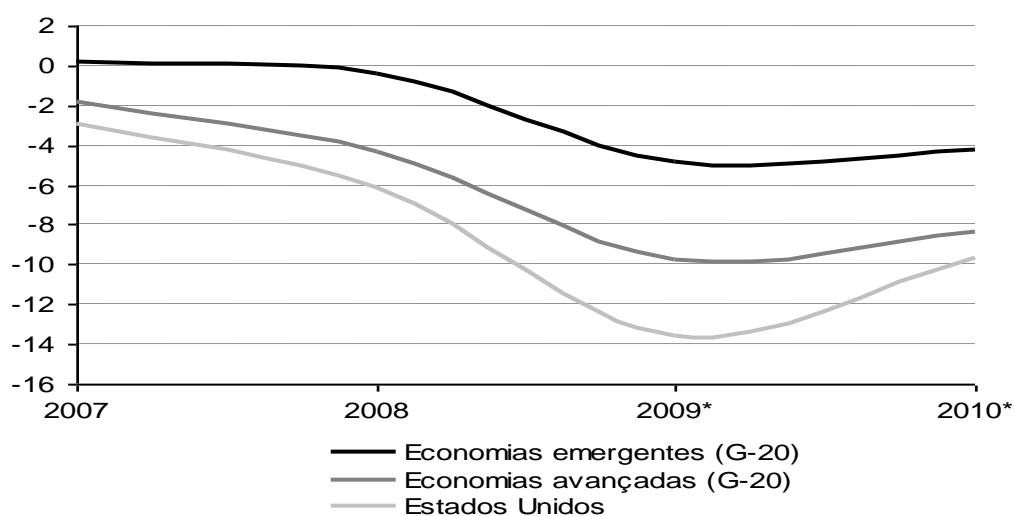


Gráfico 16. Resultado fiscal anual, em % do PIB, G-20 e Estados Unidos, 2007-2010

Fonte: IMF (2009b).

Nota: (\*) Projeções do IMF.

Como se pode observar no Gráfico acima, o déficit fiscal dos Estados Unidos aumentou de 3% do PIB em 2007 para 6% em 2008. Ademais, as estimativas do déficit dos Estados Unidos para 2009 chegaram perto de 14% do PIB. Nas economias avançadas do G-20 o déficit fiscal passou de 2% em 2007 para 4% em 2008. A estimativa do déficit fiscal das economias avançadas para 2009 foi de 10%, ao passo que para as economias emergentes foi de 5%.

## **5 UMA ANÁLISE COMPARATIVA DAS DUAS GRANDES CRISES FINANCEIRAS MUNDIAIS**

### **5.1 INTRODUÇÃO**

Conforme sugerem as análises dos capítulos anteriores, as crises financeiras de 1929 e 2008 aparentemente apresentam características semelhantes. O presente capítulo procura analisar de fato quais são as semelhanças e diferenças entre as duas crises. Cabe ressaltar, contudo, que devido às causas e a intensidade dos dois episódios terem sido bastante parecidas, outros trabalhos também elaboraram comparações semelhantes a que segue. Ademais, entende-se que uma comparação entre as duas crises pode estar limitada em pelo menos dois aspectos fundamentais. Por um lado, possíveis defeitos decorrentes de qualquer tentativa de comparação histórica; por outro, as especificidades que cada crise financeira apresenta, conforme Kindleberger (1992), pelo fato de que nenhuma crise financeira é igual à outra.

Considerando-se essas possíveis limitações, o objetivo deste capítulo é realizar uma análise comparativa das crises financeiras mundiais de 1929 e 2008. Para tanto, a análise comparativa está baseada no marco institucional e nas variáveis macroeconômicas selecionadas. O capítulo está estruturado em três seções. Na primeira seção são comparados os principais aspectos do marco institucional do sistema padrão câmbio-ouro e do processo de globalização financeira, e em particular o arcabouço regulatório do país de origem das crises, bem como as características dos respectivos ambientes macroeconômicos. Em seguida, são analisados os desdobramentos das crises na economia mundial, por meio da análise comparativa de suas repercussões nas variáveis macroeconômicas selecionadas: mercado de ações, comércio internacional, produção industrial e taxa de desemprego. Por fim, são confrontadas as políticas econômicas, especificamente, as políticas fiscais e monetárias adotadas em cada período.

## 5.2 MARCO INSTITUCIONAL E AMBIENTE MACROECONÔMICO INTERNACIONAL

O sistema padrão câmbio-ouro foi estruturado com objetivo de restabelecer a ordem mundial após a Primeira Guerra Mundial, sobretudo frente à estrita relação entre o comércio e as finanças. Nesse sentido, a década de 1920 foi “conservadora”, centrada na tentativa de retorno ao padrão-ouro, com taxas de câmbio fixas e a livre mobilidade de capitais. Nesse contexto, a adoção de políticas conservadoras foi uma regra, diante do papel da política monetária e dos bancos centrais na lógica do padrão câmbio-ouro. Ademais, esse período foi marcado pelo enfraquecimento do Reino Unido no papel de líder hegemônico mundial e pela falta de cooperação internacional.

O processo de globalização financeira, por sua vez, decorre da própria estratégia dos Estados Unidos em reafirmarem seu papel de líder mundial, o qual foi alicerçado pela volta às raízes liberais no plano teórico. Tal processo resultou na abertura dos mercados e na incorporação dos países emergentes a único mercado financeiro global e na redução da autonomia das políticas macroeconômicas domésticas<sup>48</sup>. Esse processo foi marcado pela evolução de um “não sistema” de taxas de câmbio e pela livre mobilidade de capitais. Sob esse contexto, verificou-se a incapacidade das instituições remanescentes do acordo de Bretton Woods em atuar como prestador de última instância.

Portanto, de maneira geral pode-se afirmar que a livre mobilidade de capitais na ausência de um prestador de última instância em nível mundial é característica de ambos os ambientes institucionais. E, neste caso, como resultado, o espaço de atuação de políticas macroeconômicas domésticas também se mostrou bastante limitado nos dois períodos. Entretanto, enquanto no padrão câmbio-ouro o compromisso dos bancos centrais era com a paridade das taxas de câmbio fixas em detrimento da adoção de políticas macroeconômicas domésticas, no ambiente da globalização financeira essas políticas estiveram restringidas, sobretudo pelo “jogo” de confiança dos mercados financeiros.

No que diz respeito ao ambiente macroeconômico, nos anos de 1920, mais especificamente após a segunda metade da década de 1920, aprofundaram-se os desequilíbrios em conta corrente entre os principais países. Naquele contexto, os desequilíbrios estiveram associados, sobretudo, à (i) assimetria das taxas de câmbio entre os

---

<sup>48</sup> Conforme mencionado anteriormente, tal sistema impôs aos países, principalmente nos períodos de crise, a adoção de políticas de cunho restritivas diante do “jogo” de confiança dos mercados.

países, (ii) assimetria dos fluxos de pagamento, em especial aqueles associados às reparações de guerra e (iii) elevada instabilidade dos fluxos de capital internacional.

Os anos de 1990 e o início dos anos 2000, também foram marcados pelo caráter instável dos fluxos de capital, o que resultou em sucessivas crises financeiras, principalmente, nos países emergentes. Ademais, a relativa expansão da economia mundial anos 2000 ocorreu com acentuado desequilíbrio entre as economias.

Logo, ambos os períodos são marcados por uma conjuntura de acentuados desequilíbrios entre as principais economias, bem como pela instabilidade dos fluxos de capital internacional. Contudo, no ambiente do padrão câmbio-ouro, os desequilíbrios entre os países foram, em geral, resultado dos pagamentos de reparações da Guerra e dos níveis em que as taxas de câmbio foram estabilizadas. Em contrapartida, nos anos 2000, os desequilíbrios caracterizaram-se, principalmente, entre as economias emergentes e as economias avançadas.

No que diz respeito ao país de origem das referidas crises, ambas ocorreram nos Estados Unidos. Contudo, a posição deste País na dinâmica econômica mundial é distinta na conjuntura das duas crises. Em 1929 os Estados Unidos se colocavam como o maior credor do mundo, concedendo elevados empréstimos para o exterior, em especial para Europa. Já em 2008, os Estados Unidos apresentavam uma posição inversa, ou seja, de devedor líquido global, registrando elevados déficits em conta corrente.

Quanto ao sistema financeiro, na década de 1920 o sistema financeiro norte-americano não era regulado e contava com uma precária estrutura bancária e corporativa. A partir dos anos de 1980 se iniciou uma política de desregulamentação do sistema financeiro norte-americano, culminando na “volta das finanças desreguladas”.

Em ambos os períodos, o *boom* especulativo foi possibilitado por meio de mecanismos e instrumentos de especulação que surgem a partir de inovações financeiras. Nesse particular, a alavancagem financeira verificada na origem de ambas as crises ocorreu com a elevada participação de empréstimos de fontes não bancárias, ou seja, agentes não regulados e não autorizados ao socorro estatal. Em suma, nas origens das duas crises desenvolveram-se mecanismos e instrumentos de especulação em um ambiente desregulado.

### 5.3 VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS SELECIONADAS



Esta seção busca elaborar uma análise comparativa das repercussões das duas crises financeiras mundiais na economia mundial, através de variáveis macroeconômicas selecionadas. Conforme mencionado anteriormente, a escolha dessas variáveis esteve baseada, em grande medida, no trabalho seminal de Eichengreen e O'Rourke (2009). Neste trabalho os referidos autores desenvolvem uma análise comparativa bastante semelhante à proposta nesse capítulo. Portanto, o trabalho desses autores é a fonte dos dados da maioria das variáveis macroeconômicas analisadas. Os dados que seguem para a política monetária e fiscal são referentes à primeira versão elaborada pelos autores em abril de 2009, ao passo que os dados do mercado de ações, fluxo de comércio e produção industrial são referentes a uma segunda atualização feita em fevereiro de 2010.

### 5.3.1 Mercado de Ações

Dois pontos são marcantes quando se compara os impactos das crises no mercado de ações. O primeiro ponto diz respeito à velocidade e intensidade com que ocorreram as quedas nos diferentes períodos. O outro ponto está associado à duração destas quedas. Conforme mostra o Gráfico 17, abaixo, o choque nos mercados de ações nos primeiros meses da crise de 2008 foi bastante maior que o dos primeiros meses da crise de 1929.

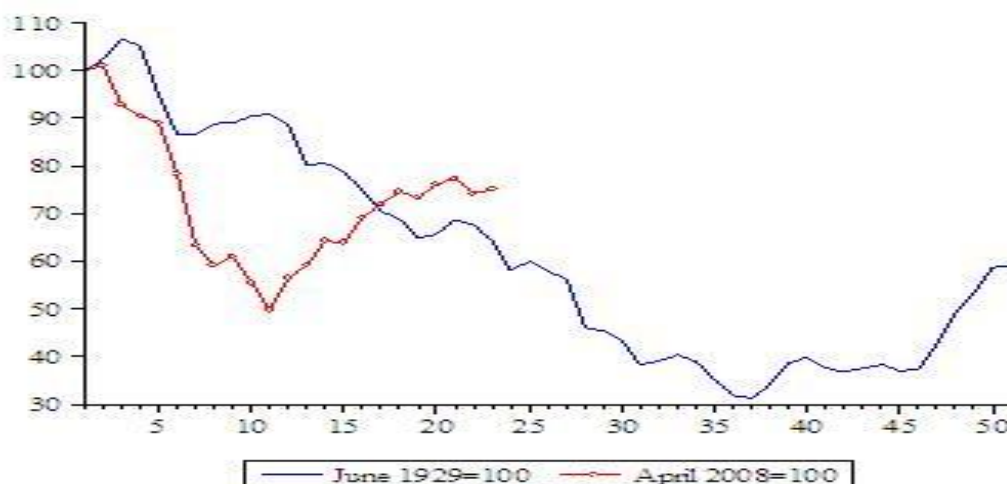


Gráfico 17. Mercado de ações, junho/1929-outubro/1932 e abril/2008-fevereiro/2010

Fonte: Eichengreen e O'Rourke (2009). Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

De acordo com o referido Gráfico, na crise de 2008 os mercados de ações desvalorizaram-se cerca de 50% em apenas um ano. Durante o mesmo período da crise de 1929 a queda não chegou a 20%. Ou seja, com a crise de 2008 os mercados de ações apresentaram uma queda mais acentuada e rápida do que em 1929.

Outro aspecto que se destaca é o fato dos mercados de ações registrarem uma tendência de forte recuperação, a partir de março de 2009. Tal situação contrasta fortemente com o período da Grande Depressão, no qual se verificou uma queda contínua que persistiu por aproximadamente três anos. Todavia, cabe destacar que após a forte recuperação registrada em 2009 os mercados se estabilizaram, mantendo-se em um nível 20% mais baixo do que aquele registrado antes da crise.

### 5.3.2 Comércio internacional

Assim como no mercado de ações, o impacto inicial da crise de 2008 no comércio mundial foi mais forte do que o verificado em 1929. Conforme mostra o Gráfico 18, a retração do comércio mundial nos primeiros meses da crise de 2008 foi maior que nos primeiros da crise de 1929.

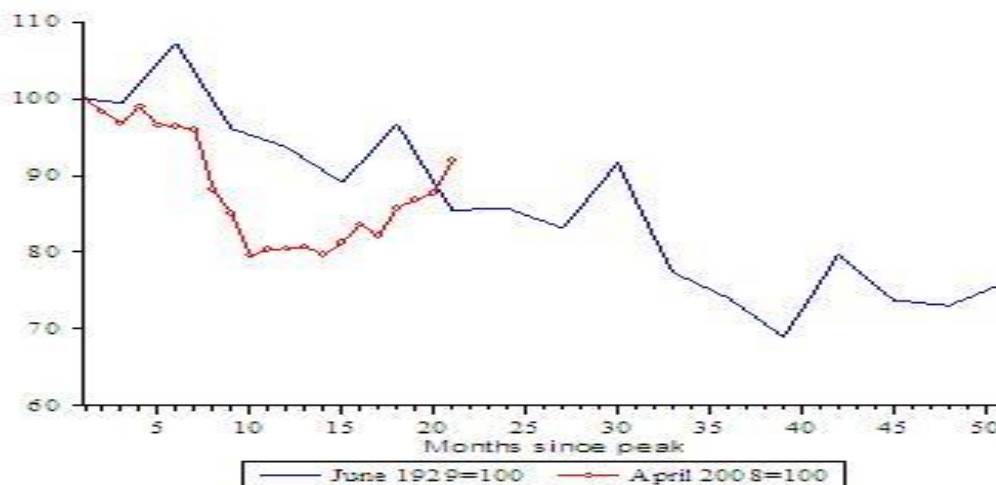


Gráfico 18. Volume do Comércio Mundial, junho/1929-outubro/1932 e abril/2008-fevereiro/2010  
Fonte: Eichengreen e O'Rourke (2009). Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

A contração do comércio mundial é de aproximadamente 20% no início de 2009. Contudo, a recuperação no comércio mundial em 2009 contrasta com a contínua queda do comércio mundial a partir da crise de 1929. Em 2009 o volume do comércio mundial apresentou uma tendência de estabilização, assumindo em seguida uma tendência de recuperação. Na Grande Depressão a retração do comércio mundial chegou a mais de 30% em 1932.

### 5.3.3 Produção Industrial

Quando se compara o resultado inicial das crises sobre a produção industrial, o comportamento é bastante semelhante. Como mostra o Gráfico 19, o declínio na produção industrial nos primeiros meses da crise de 2008 foi tão grave quanto ao dos meses subsequentes à crise de 1929.

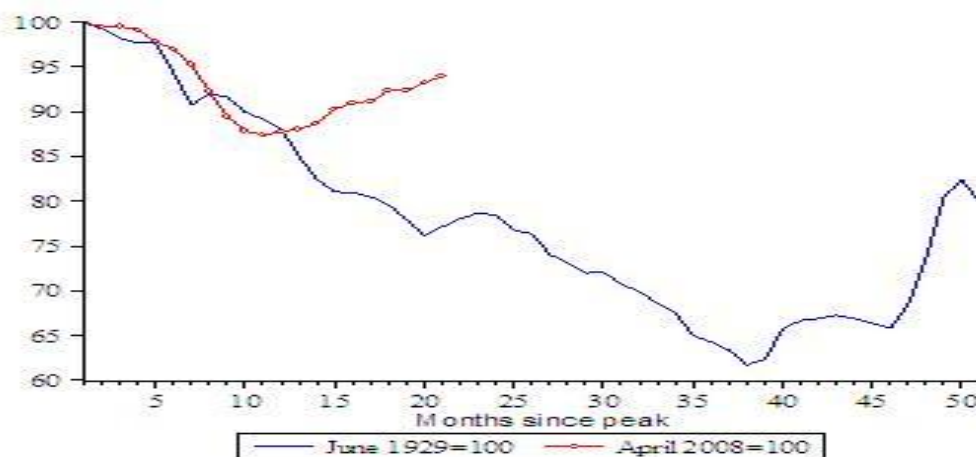


Gráfico 19. Produção Industrial, junho/1929-outubro/1932 e abril/2008-fevereiro/2010  
 Fonte: Eichengreen e O'Rourke (2009). Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

Contudo, na metade do ano de 2009 a produção industrial já começava a apresentar sinais de recuperação, destacando uma acentuada divergência com o período da Grande Depressão. Na Grande Depressão a produção industrial apresentou um declínio durante

aproximadamente três anos. De fato, pode-se afirmar que, na crise recente, a produção industrial foi “dinamizada” em certa medida pelos créditos decorrentes das políticas de resgate.

### 5.3.4 Emprego

Outra diferença marcante entre as crises é o aumento das taxas de desemprego. Apesar do aumento das taxas de desemprego com a crise de 2008, os impactos da crise de 1929 sobre o mercado de trabalho foram bem maiores. Conforme mostra o Gráfico abaixo, a elevação das taxas de desemprego foi significativamente mais elevada no período da Grande Depressão.

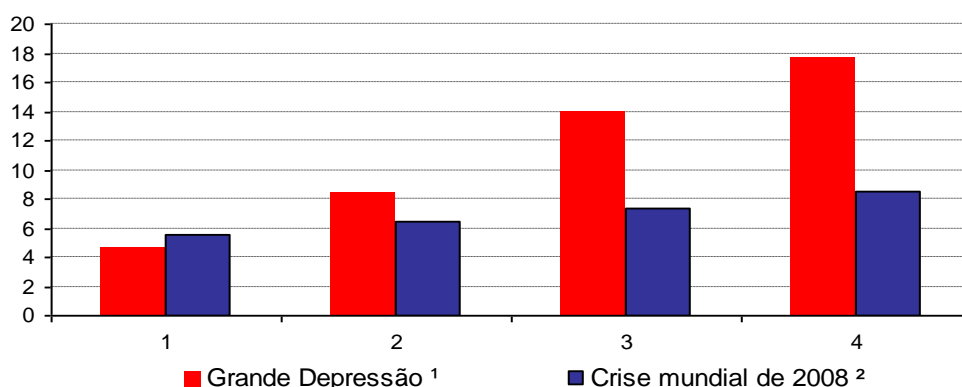


Gráfico 20. Taxas de desemprego das duas crises financeiras mundiais

Fonte: OECD (2009) e Maddison *apud* Gazier (2009).

Notas: (1) Taxas referentes à média dos Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha, nos períodos de 1929, 1930, 1931 e 1932; e (2) Taxas referentes ao G-7, nos períodos de 2007, 2008, 1º trimestre de 2009 e novembro de 2009.

No contexto da Grande Depressão a taxa de desemprego (média entre Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha) passou de menos de 5% em 1929 para quase 18% em 1932. Por outro lado, como resultado da crise mundial de 2008, a taxa de desemprego do G-7 passou de cerca de 6% para pouco mais de 8% ao final de 2008. Tal contraste está possivelmente associado a dois fatores. O primeiro, diz respeito, assim como na produção industrial, ao mérito das políticas de *bailout* (resgate) adotadas pelos diferentes países. O segundo refere-se

à extensa rede de amparo social constituída a partir do período após a Segunda Guerra Mundial.

#### 5.4 POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL

A magnitude das políticas fiscal e monetária é sem dúvida um dos fatores de maior contraste entre as duas crises. Com a crise de 2008 os governos, em geral, não pouparam esforços em reduzir as taxas de juros e ampliar o déficite (ou diminuir o superávit) fiscal.

O Gráfico 21, abaixo, mostra a redução das taxas de juros mensais dos bancos centrais em 1929 e 2008. De acordo com o referido Gráfico, a redução das taxas de juros em 2008 foi mais rápida que em 1929.

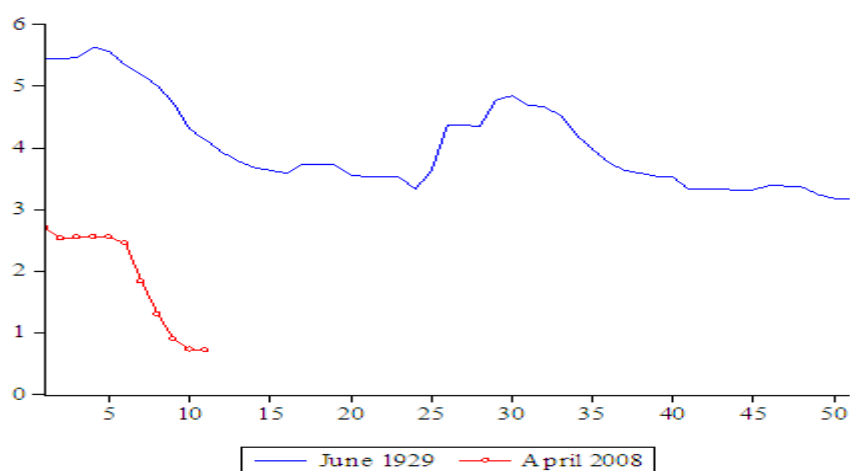


Gráfico 21. Taxa de juros mensais dos bancos centrais, 1929 e 2008

Fonte: Eichengreen e O'Rourke (2009). Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

Como se pode observar no Gráfico acima, enquanto a taxa de juros caiu de pouco menos de 3% para menos de 1% nos primeiros meses da crise de 2008, em 1929 a referida Taxa passou de 5,5% para pouco mais de 4%. É importante destacar, contudo, que os níveis das taxas de juros apresentaram, antes das respectivas quedas, uma relativa diferença.

A despeito da queda mais acentuada da taxa de juros em 2008, um aspecto chama atenção. Tal redução ocorreu com certa defasagem (em torno de cinco meses), o que também se verificou na crise de 1929.

Quando se compara a evolução do resultado fiscal após as crises, a diferença também é bastante marcante. O Gráfico 22, a seguir, mostra o resultado fiscal anual em percentagem do PIB a partir de 1925 e de 2004, sendo que os dados que se seguem para 2009, 2010 e 2011 são projeções do FMI. Como se pode observar, as estimativas mostram que o déficit fiscal mundial passou de menos de 1% do PIB em 2007 para 2% em 2009 e chegará a mais de 5% em 2010. O resultado fiscal mundial manteve-se praticamente equilibrado entre 1929 e 1931.

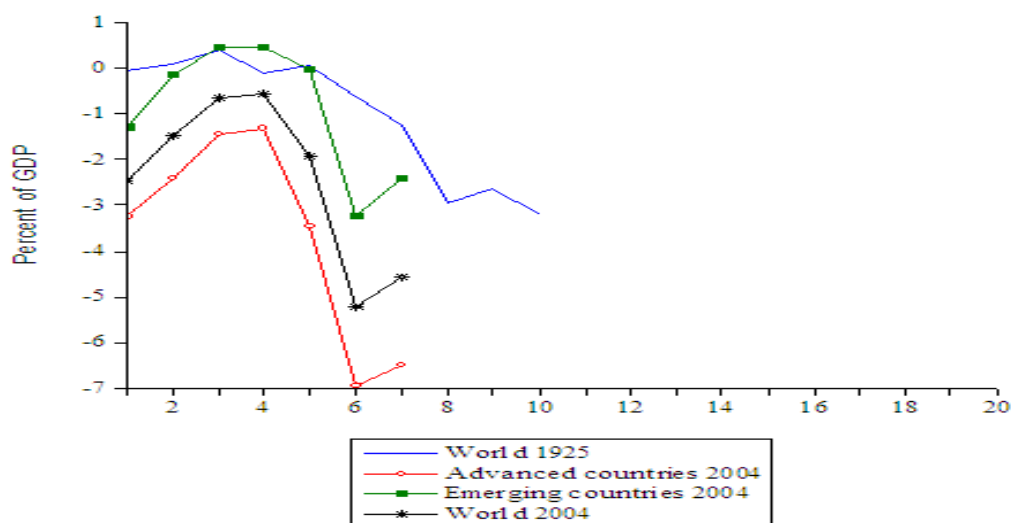


Gráfico 22. Resultado Fiscal anual, em % do PIB, 1925 e 2004

Fonte: Eichengreen e O'Rourke (2009). Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

De acordo com o Gráfico acima, o déficit fiscal das economias avançadas chegou a 3,5% do PIB em 2009. Ao longo de todo o período da Grande Depressão o déficit não passou de 3% do PIB.

Por outro lado, o Gráfico mostra que houve um aumento modesto do déficit das economias emergentes no primeiro ano da crise de 2008. Contudo, as projeções apontam para um crescimento de 3% do déficit fiscal dessas economias entre 2009 e 2010. A projeção para o aumento do déficit nas economias avançadas, por sua vez, é de mais de 5% no mesmo período.

## CONCLUSÃO

A presente dissertação teve como tema de estudo as crises financeiras mundiais, em particular a caracterização dos elementos em comum em suas origens e determinantes. Buscou-se desenvolver um estudo comparativo das crises financeiras mundiais de 1929 e de 2008. Assim sendo, o objetivo esteve em realizar uma análise comparativa dos principais desdobramentos de ambas as crises financeiras, a partir do referencial teórico pós-keynesiano.

No segundo capítulo procurou-se delimitar o referencial teórico utilizado no trabalho, bem como os elementos escolhidos para compor as análises da pesquisa. Inicialmente demonstrou-se que a explicação “convencional” para crises financeiras decorre, em síntese, de interferências no nível de “eficiência” dos mercados financeiros. Visto que a teoria “convencional” pressupõe que os mercados financeiros são em geral eficientes, no qual os agentes econômicos tomam suas decisões com base na hipótese de expectativas racionais, a ocorrência de crises financeiras é tida, portanto, como pouco provável ou como uma “anomalia”.

Com base na crítica pós-keynesiana viu-se que a interpretação “convencional” torna-se insuficiente para explicar a ocorrência de crises financeiras. De um lado, porque, diferentemente do que considera aquela teoria, crises financeiras são frequentes em uma economia monetária da produção. De outro, porque as referidas crises resultam da própria lógica de funcionamento dos mercados financeiros, em que os agentes formam expectativas e tomam decisões em um contexto de incerteza. Em suma, tal fenômeno decorre de um processo endógeno de aumento do “estado de confiança” dos agentes acompanhado por aumento do grau da fragilidade financeira, tornando, assim, a economia suscetível a crises financeiras.

Desta forma, para a teoria pós-keynesiana crises financeiras resultam não apenas de comportamentos “irracionais”, mas, sim, da própria forma de operação dos mercados financeiros liberalizados e desregulados. Demonstrou-se ainda que as consequências e efeitos das crises financeiras dependem do ambiente institucional específico do sistema financeiro e da interação entre variáveis macroeconômicas reais e financeiras. E, portanto, definiu-se como objeto de análise da pesquisa o marco institucional e um conjunto de variáveis macroeconômicas. A escolha de tais variáveis revelou-se pertinente devido ao fato delas serem analisadas em trabalho seminal de comparação entre as duas crises elaborado por Eichengreen e O’Rourke (2009). De fato, cabe destacar que o referido trabalho foi

fundamental para a articulação desta dissertação, uma vez que seus dados possibilitaram preencher uma lacuna referente à dificuldade enfrentada pelo autor na coleta de dados do período da Grande Depressão.

Nos terceiro e quarto capítulos procurou-se apresentar as principais características das crises financeiras de 1929 e de 2008, respectivamente. Para tanto, esses capítulos estiveram baseados na análise interpretativa da literatura econômica e em análises estatístico-descritivas das variáveis macroeconômicas selecionadas.

No capítulo que tratou da crise financeira de 1929, verificou-se que a adoção do padrão câmbio-ouro esteve associada, sobretudo, à tentativa das principais economias em restabelecer a ordem mundial após a Primeira Guerra Mundial. O referido sistema contava com taxas de câmbio fixas, livre mobilidade de capitais e ausências de um prestador de última instância e de uma cooperação internacional. Devido ao compromisso com a conversibilidade, a política monetária e a atuação dos bancos centrais foram centradas na garantia da paridade ao ouro, em detrimento de políticas domésticas. As principais características desse contexto foram os desequilíbrios entre os balanços de pagamentos e a instabilidade dos fluxos de capitais.

A elevada especulação na bolsa de Nova Iorque contou com um ambiente financeiro desregulado e de precária estrutura bancária, no qual o surgimento de inovações financeiras e a participação de fontes não bancárias (e não controladas) foram fundamentais para expandir o processo especulativo. Em síntese, ocorreu um processo de alavancagem através de uma cadeia de títulos entre consórcios, possibilitando, assim, a “separação entre o volume dos títulos e a dimensão de seu ativo real”. Nesse particular, os elevados empréstimos dos Estados Unidos ao estrangeiro, principalmente, para Europa, contribuíram para integrar outros mercados financeiros ao *boom* da Bolsa de Nova Iorque.

Com a reversão do *boom* especulativo e o processo de desalavancagem dos agentes, o resultado foi a deflação de ativos e a queda generalizada de confiança dos agentes econômicos. Em contexto de ausência de um prestador de última instância e de incompatibilidade entre a lógica do sistema padrão câmbio-ouro e a adoção de políticas contracíclicas, a instabilidade dos fluxos de capitais levou a sucessivas crises bancárias de balanços de pagamentos.

No capítulo que descreveu a crise de financeira mundial de 2008, por sua vez, viu-se que o ambiente institucional vigente decorreu do fim do acordo de Bretton Woods com as taxas de câmbio ajustáveis, através de um processo de abertura e liberalização dos mercados. O resultado foi a evolução de um “não sistema” de taxas de câmbio, a livre mobilidade de



capital internacional e a incapacidade das instituições remanescentes do sistema de Bretton Woods em atuar como um prestador de última instância a nível global.

A desregulamentação do mercado financeiro norte-americano a partir dos anos de 1980 levou ao surgimento de inovações financeiras baseadas em complexos derivativos financeiros e de crédito, os quais serviram para expandir o *boom* especulativo no mercado de hipotecas *subprime*. Esses instrumentos foram disseminados para outros mercados, principalmente países europeus, através do fluxo de capitais internacionais.

A crise no segmento de hipotecas *subprime* levou a um processo de deflação dos preços dos ativos, resultando na instabilidade dos fluxos de capitais internacionais. Nesse contexto, muitos países se viram sob fortes pressões nas taxas de câmbio e nos balanços de pagamentos, sobretudo aqueles dependentes dos fluxos internacionais. A forte instabilidade financeira mundial repercutiu na queda generalizada da confiança dos agentes com impactos negativos sobre o nível de atividade da economia mundial.

No último capítulo elaborou-se uma análise comparativa do marco institucional e das variáveis macroeconômicas selecionadas de ambas as crises financeiras. Em suma, mostrou-se que ambas as crises foram deflagradas com a reversão do *boom* especulativo, acarretando em um processo de deflação dos ativos e de mudança das expectativas dos agentes nos mercados financeiros, aprofundando a instabilidade dos fluxos de capital internacional. E, como resultado, ocorreram pressões sobre as taxas de câmbio e sobre os balanços de pagamentos, principalmente sobre aqueles países que se encontravam mais vulneráveis externamente.

Cabe ressaltar, contudo, que devido ao fato da comparação entre as duas crises estar baseada numa perspectiva de suas características gerais, as análises estatístico-descritivas das variáveis macroeconômicas selecionadas não foram demasiadamente exploradas. Outro aspecto importante a destacar, é que, conforme advertido no Capítulo 4, tal análise não desconsiderou que uma comparação entre as duas crises pode se encontrar limitada tanto pelo fator histórico quanto pelas especificidades inerentes de cada crise financeira.

No que diz respeito ao primeiro ponto, a economia mundial sofreu profundas transformações desde o período da Grande Depressão, os quais contemplam as mais diversas áreas da sociedade e, por conseguinte, não podem ser abordadas nessa conclusão. No caso particular do sistema monetário e financeiro internacional, nunca é demais lembrar que o padrão câmbio-ouro e o processo de globalização de financeira estiveram separados pelo acordo de Bretton Woods (1944-1970), o qual foi fundamental para o desenvolvimento do ambiente monetário e financeiro internacional. Ademais, essas transformações ocorreram

concomitantemente a um extraordinário aumento do grau tecnológico – em síntese, com o advento da informática e a evolução das telecomunicações –, o que permitiu uma maior velocidade das informações e dos capitais. Por fim, é importante ressaltar também que a atual posição dos países em desenvolvimento se tornou bastante diferente daquela verificada no período entre as Guerras. Nas décadas de 1920 e 1930, muitas economias em desenvolvimento não eram industrializadas e de fato aproveitaram o momento da crise para iniciar seus processos de industrialização. No contexto da recente crise, o papel dessas economias é de destaque significativo, a ponto de que essas surgem como uma alternativa para a recuperação da economia mundial.

Quanto ao segundo ponto, conforme demonstrado no capítulo inicial deste trabalho, a despeito de cada crise financeira possuir suas especificidades, suas origens e repercussões estão associadas à própria lógica de funcionamento dos mercados financeiros em uma economia monetária de produção. Deste modo, sem desconsiderar as características do “ciclo” econômico em cada período específico, o que se pretendeu comparar foram os desdobramentos de ambas as crises, bem como as políticas econômicas adotadas em suas fases iniciais.

Feitas essas observações, de maneira geral considera-se que algumas características podem ser entendidas como semelhanças e diferenças entre as duas crises. O primeiro aspecto e o mais evidente é a origem das duas crises nos Estados Unidos. O segundo é que ambos foram fenômenos realmente globais. Isto é, em 2008 e 2009 os impactos da crise foram tão expressivos quanto na Grande Depressão.

Entretanto, viu-se que um aspecto que difere entre as duas crises é a profundidade e a duração com que ocorreram os choques nas variáveis macroeconômicas analisadas. Quando se compara os efeitos iniciais das crises sobre as variáveis macroeconômicas selecionadas, percebe-se que as perdas nos mercados de ações e a contratação do comércio mundial foram significativamente maiores em 2008 e 2009. A queda inicial da produção industrial na recente crise, por sua vez, foi tão grande quanto na Grande Depressão. Por outro lado, a tendência de recuperação registrada ao final de 2009 contrasta fortemente com a persistente deterioração dessas variáveis durante a Grande Depressão. Em suma, em 2008 e 2009 as quedas foram maiores ou tanto quanto as da Grande Depressão, ao passo que a recuperação ocorreu de forma mais rápida no período 2008-2009.

Outras duas características marcantes na comparação entre as duas crises merecem atenção. A primeira diz respeito às elevadas taxas de desemprego decorrentes da crise de 1929. Ao longo do período da Grande Depressão as taxas de desemprego aumentaram

expressivamente, como resultado da queda contínua do nível de atividade econômica. No contexto da crise de 2008 as taxas de desemprego também se elevaram, contudo de maneira menos dramática. A segunda característica, e que possivelmente está inter-relacionada à questão do nível de emprego, é a forma como os governos utilizaram as políticas monetária e fiscal para mitigar os efeitos da crise. Conforme se observou, tais políticas serviram como um instrumento importante na resposta dos governos à crise de 2008. Na Grande Depressão, por sua vez, pode-se afirmar que de maneira geral as políticas monetária e fiscal não foram usadas como um instrumento efetivo de resposta dos governos à crise de 1929.

Com relação à acentuada diferença entre a adoção de políticas econômicas, cabe destacar um fator fundamental que difere nos contextos dos dois períodos. Em síntese, em 1929 o “argumento” keynesiano era ainda desconhecido, ou seja, o referido período pode ser caracterizado como “pré-keynesiano”. No contexto da recente crise, a percepção da eficiência de políticas de cunho keynesiano, sobretudo em períodos de crise, é bastante consolidada. Ademais, a própria experiência do período da Grande Depressão provavelmente colaborou para que os governos não hesitassem em adotar tais políticas como resposta aos efeitos da crise de 2008.

Quanto às perspectivas da recente crise pelo menos dois aspectos devem ser ressaltados. O primeiro diz respeito à magnitude da crise. Como se sabe, os problemas decorrentes da crise mundial de 2008 ainda estão longe de serem totalmente solucionados. O segundo é que, a despeito da tendência de recuperação das variáveis macroeconômicas selecionadas, bem como de outros indicadores econômicos, a experiência da prolongada queda da atividade econômica na Grande Depressão deixa em alerta a economia mundial.

Por fim, entende-se que, de maneira geral, os objetivos propostos na pesquisa foram alcançados. Nesse sentido, julga-se que o esforço desenvolvido pelo presente trabalho constituiu-se em um exercício acadêmico produtivo, o qual possibilitou, ainda que de forma limitada, uma comparação entre duas grandes crises financeiras mundiais. Considera-se ainda que os resultados alcançados na pesquisa corroboram com o referencial teórico pós-keynesiano, e, desta forma, apresentam-se como uma contribuição relevante na elaboração de posteriores pesquisas sobre crises financeiras mundiais.

## REFERÊNCIAS

ARRIGHI, G. *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. São Paulo: UNESP, 1996.

ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. *Dossiê da crise*. 2008. Disponível em: [www.akb.com.br](http://www.akb.com.br)

BERNANKE, B.; JAMES, H. The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. In: *Financial Markets e Financial Crisis*. National Bureau of Economic Research, 1991.

BELLUZZO, L. G.; COUTINHO, L. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gastos em economias abertas. In: FERRARI-FILHO, F., DE PAULA, L.F. (Org.) *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Rio de Janeiro: Vozes, 2004.

BIS. *78<sup>th</sup> Anual Report*. Basle: Bank for International Settlements, 2008. Disponível em: [www.bis.org](http://www.bis.org).

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. *Crescimento Econômico com Poupança Externa?* Revista de Economia Política, vol. 23, nº 2 (90), abril-junho/2003.

CARVALHO, F. C. The Changing Role and Strategies of the IMF and the Perspectives for the Emerging Countries. *Revista de Economia Política*, v. 20, n. 1 (77), janeiro-março, 2000.

CARVALHO, F. C. Entendendo a recente crise financeira mundial. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. *Dossiê da crise*. 2008. Disponível em: [www.akb.com.br](http://www.akb.com.br)

CERVO, A. L. *Sob o signo neoliberal: as relações internacionais da América Latina*. Revista Brasileira de Política Internacional. Vol. 43 (2). 2000.

CHESNAIS, F. *et al. A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

CHESNAIS, F. O Capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F (ORG): *A finança mundializada*, 2000.

CPB NETHERLANDS' BUREAU FOR ECONOMIC POLICY ANALYSIS. *Economic outlook: the world economy*. Setembro, 2009.

CUNHA, A. M. Em busca da estabilidade perdida. *Revista do PPGE da Universidade Federal Fluminense*. Rio de Janeiro, 1999.

CUNHA, A. M. A Crise Financeira Global: em busca de um novo Bretton Woods. In: II ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. Set 2009.

DAVIDSON, P. *Post Keynesian macroeconomy theory*. Aldershot: Edward Elgar, 1994.

DAVIDSON, P. *Financial Markets, Money and the Real World*. Northampton, Ma: Edward Elgar, 2002.

DAVIDSON, P. *The Keynes Solution: the path to global economic prosperity*. Basingstock, Palgrave Macmillan, 2009.

DYMSKI, G. A. “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.11, p. 73-136, dez. 1998.

\_\_\_\_\_. *Is Financial Governance Feasible in the Neoliberal Era? Reflections on the Post-War Evolution of Financial Risk*. 2008.

\_\_\_\_\_. “From Financial Exploitation to Global Banking Instability: Two Overlooked Roots of the Subprime Crisis.” mimeo, University of California Center Sacramento, December 2007.d

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. *International Financial Stability*, Deutsche Bank, 2005.

EICHENGREEN, B. *A Globalização do capital: uma historia do sistema monetário internacional*. São Paulo: 34, 2000.

EICHENGREEN, B.; O'ROURKE, K. H. *A tale of two Depressions: what do the new data tell us?* Fev 2010. Disponível em <http://www.voxeu.org>

FERRARI-FILHO, F., ALVES JR., A. J., PAULA, L. F. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.4, n.1, p. 79-106, 2000.

FERRARI-FILHO, F. A economia de Keynes e as proposições de política econômica. In: \_\_\_\_\_. (ORG.): *Teoria Geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre: UFRGS, 2006.

FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L.F. *The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy*. *Investigación Económica*, v.63, n.244, p.57-92, abril-junho, 2003.

FIORI, J. L. O poder global dos Estados Unidos: formação, expansão e limites. In: \_\_\_\_\_. (ORG.): *O poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

FIORI, J. L. Globalização, hegemonia e império. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L.(ORGs.): *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1998.

FISHER, I. *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*. *Econometrica*, 1933.

GALBRAITH, J. K. *The great crash 1929*. Boston: Houghton Mifflin, 1997.

GAZIER, B. *A crise de 1929*. Porto Alegre, Rio Grande do Sul: L&PM, 2009. Tradução de: *La crise de 1929*. Presses Universitaires de France.

GORDON, G. "The subprime panic". *NBER Working Paper*, # 14398, October, pp.40, 2008.

HOBBSBAWM, E. *A Era dos Extremos: o breve século XX (1914-1991)*. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

IMF. *World Economic Outlook*. April. Washington, D.C: International Monetary Fund. Disponível em <http://www.imf.org>.

IMF *The Debate on the International Monetary System*. IMF Staff Position Note. Washington, D.C: International Monetary Fund. Nov, 2009a.

IMF *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. The Debate on the International Monetary System*. IMF Staff Position Note. June, 2009b. Washington, D.C: International Monetary Fund. 2009b.

IFF. *Capital Flows to Emerging Market Economies*. Outubro, 2009. Institute of International Financial. Disponível em <http://www.iff.org>. Acesso em: fev 2010

ISARD, P. *Globalization and the International Financial System*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

KEYNES, J. M. The International Clearing Union, 1943. In HARRIS, S.E. *The New Economics: Keynes Influence on Theory and Public Policies*. New York: Alfred A. Knopf. Reproduzido em português em: SZMRECSÁNYI, T. (1978). John Maynard Keynes: economia. São Paulo: Ática, 1950.

\_\_\_\_\_. *A tract on monetary reform*. London: Macmillan (The collected writings of John Maynard Keynes, v.4, 1971).

\_\_\_\_\_. *Essays in persuasion*. London: Macmillan (The collected writings of John Maynard Keynes, v. 9, 1972).

\_\_\_\_\_. *A Treatise on money*. New York: AMS Press, 1976.

\_\_\_\_\_. *Activities 1940-1944: shaping the Post-War World, the Clearing Union*. London: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 25, edited by D.Moggridge), 1980.

\_\_\_\_\_. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas, 1982.

KINDLEBERGER, C. P. *The World in Depression, 1919 – 1939*. Berkeley, CA: University of California Press, 1986

KINDLEBERGER, C. P. *Manias, pânico e crashes*. New York: Basic Books, 1978.

KREGEL, J. A. *Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis*. April - Working Paper No. 530. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2008.

KREGEL, J. A. Riscos e implicações da globalização financeira para autonomia de políticas nacionais. In: FERRARI-FILHO, F., DE PAULA, L.F. (Org.) *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Rio de Janeiro: Vozes, 2004.

KRUGMAN, P. R. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

MINSKY, H. P. *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York, M. E. Sharpe, 1982.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-hill, 1986.

MISHKIN, F. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York, Harper Collins, 1992.

MOLLO, M. R.; AMADO, A. M. Liberalização e financeirização das economias: a teoria da preferência pela liquidez e a necessidade de controles regulatórios. In: FERRARI FERRARI-FILHO (ORG.): *Teoria Geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006.

OBSTFELD, M., TAYLOR, A. M. *Global Capital Markets: integration, crisis and growth*. New York: Cambridge University Press, 2004.

OCDE (2009a). *OCDE.Stat*. Organization for Economic Co-Operation and Development. Disponível em: <http://www.oecd.org>

OCDE (2009b). *Harmonised Unemployment Rates*. Organization for Economic Co-Operation and Development. Janeiro, 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org>

OIT. *Panorama Laboral 2009: América Latina y el Caribe*. Lima: OIT / Oficina Regional para América Latina y el Caribe, 2009.

OREIRO, J. L. Bolhas, Incerteza e Fragilidade Financeira: uma abordagem pós-keynesiana. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.5, n.2, p.7-45, jul-dez, 2001.

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, v.9, n.2, p. 263-288, maio-agosto, 2005.

PRATES, D. M.; FARHI, M.; FREITAS, M. C. P.; CINTRA, M. A. M. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. *Dossiê da crise*. 2008. Disponível em: [www.akb.com.br](http://www.akb.com.br)



PRATES, D. M., CINTRA, M. A. M. *Os países emergentes diante da crise financeira global*. In: II ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. Set 2009.

POLANYI, K. *The Great Transformation, 1944* (tradução para o português da Editora Elsevier, 9. ed. 2000).

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, v. 13, n.1 (49), jan-mar, 1993.

STIGLITZ, J. O que eu aprendi com a crise mundial. *Revista de Economia Política*, v. 20, n. 3 (79), jul-set/2000.

UNCTAD. *Trade and Development Report, 2009*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Domestic Market Capitalization*. Disponível em <http://www.world-exchanges.org>

WRAY, L. R.; TYMOIGNE, E. *Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: the financial theory of investment*. September - Working Paper n.. 543. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2008.

WRAY, L. R. “*Lessons from the Subprime Meltdown*.” Levy Institute Working Paper n. 522, Annandale-on-Hudson, New York, Dec 2007.